



Bestseller  
New York Times

Niall Ferguson

*Historia*

# ASCENSIUNEA BANILOR

O ISTORIE FINANCIARĂ  
A LUMII

POLIROM

**HISTORIA**

Colecția *Historia* este coordonată de Mihai-Răzvan Ungureanu.

NIALL FERGUSON, unul dintre cei mai cunoscuți istorici britanici, profesor de istorie la Harvard University și Harvard Business School, Senior Research Fellow la Jesus College (Oxford University), Senior Fellow la Hoover Institution (Stanford University) și profesor de istorie și relații internaționale la London School of Economics. Este autorul lucrărilor: *Paper and Iron: Hamburg Business and German Politics in the Era of Inflation, 1897-1927* (1995); *The World's Banker: The History of the House of Rothschild* (1998); *The Pity of War* (1998); *The Cash Nexus: Money and Power in the Modern World, 1700-2000* (2001); *Empire: How Britain Made the Modern World* (2003); *Colossus: The Rise and Fall of the American Empire* (2004); *The War of the World: History's Age of Hatred* (2006). Publică regulat articole în ziare și reviste din întreaga lume. A redactat și a prezentat cinci serii de documentare pentru televiziune difuzate de Channel 4, care s-au bucurat de o remarcabilă audiență: *Empire* (2003), *American Colossus* (2004), *The War of the World* (2006), *The Ascent of Money* (2008) și, recent, *Civilization: Is The West History?* (2011). De același autor, la Editura Polirom au apărut: *Civilizația. Vestul și Restul* (2011, 2014); *Istorie virtuală. Evoluții alternative și ipoteze contrafactice* (coord., 2013) și *Marele Declin. Cum decad instituțiile și mor economiile* (2014).

Niall Ferguson, *THE ASCENT OF MONEY*

Copyright © 2008, Niall Ferguson

All rights reserved

© 2016 by Editura POLIROM, pentru ediția în limba română

Această carte este protejată prin copyright. Reproducerea integrală sau parțială, multiplicarea prin orice mijloace și sub orice formă, cum ar fi xeroxarea, scanarea, transpunerea în format electronic sau audio, punerea la dispoziția publică, inclusiv prin internet sau prin rețele de calculatoare, stocarea permanentă sau temporară pe dispozitive sau sisteme cu posibilitatea recuperării informațiilor, cu scop comercial sau gratuit, precum și alte fapte similare săvârșite fără permisiunea scrisă a deținătorului copyrightului reprezintă o încălcare a legislației cu privire la protecția proprietății intelectuale și se pedepsesc penal și/sau civil în conformitate cu legile în vigoare.

Pe copertă: Marinus van Rooijmerswaalen (circa 1493-1567), *Cămătarii* (detaliu)

[www.polirom.ro](http://www.polirom.ro)

Editura POLIROM

Iași, B-dul Carol I nr. 4; P.O. BOX 266, 700506

București, Splaiul Unirii nr. 6, bl. B3A,

sc. 1, et. 1, sector 4, 040031, O.P. 53

Descrierea CIP a Bibliotecii Naționale a României:

FERGUSON, NIALL

*Ascensiunea banilor: o istorie financiară a lumii* / Niall Ferguson; trad. de Alfred Neagu și Junona Tutunea. – Iași: Polirom, 2016

Conține bibliografie

Index

ISBN: 978-973-46-6172-5

I. Neagu, Alfred (trad.)

II. Tutunea, Junona (trad.)

336.7(100)(091)

Printed in ROMANIA

Niall Ferguson



ASCENSIUNEA BANILOR  
O ISTORIE FINANCIARĂ  
A LUMII

Traducere de Alfred Neagu și Junona Tutunea

POLIROM  
2016

**In memoriam**  
**Gerald D. Feldman**  
**(1937-2007)**



## Cuprins

|   |       |
|---|-------|
| Introducere .                             | . 9   |
| Capitolul 1. Visuri de lăcomie            | 19    |
| Capitolul 2. Robia obligațiunilor         | 47    |
| Capitolul 3. Cum se sparg bulele.         | 78    |
| Capitolul 4. Revenirea riscului           | . 110 |
| Capitolul 5. De nădejde precum o casă.    | 142   |
| Capitolul 6. De la Imperiu la Chimerica . | 173   |
| Cuvânt de încheiere : Decăderea banilor   | 207   |
| <i>Mulțumiri .</i>                        | 219   |
| <i>Note</i>                               | 221   |
| <i>Lista ilustrațiilor</i>                | 243   |
| <i>Index.</i>                             | 245   |





## Introducere

Lovele, peșin, purcoi, gologani, tribut, bătrâne, material, lichidități, mardei, resurse: puteți să le spuneți cum vreți, banii contează. Pentru creștini, dragostea de arginți e rădăcina tuturor relelor. Pentru generali banii reprezintă mușchii războiului, pentru revoluționari – cătușele muncitorului. Dar de fapt ce sunt banii? Sunt un munte de argint, așa cum credeau conchistadorii? Sau poate că ajunge să fie niște tăblițe de lut sau niște bucăți de hârtie tipărită? Cum am ajuns să trăim într-o lume în care cea mai mare parte a banilor sunt invizibili, doar niște cifre pe monitorul unui calculator? De unde au apărut banii ăștia? Și unde se duc cu toții?

În 2007 venitul anual al americanului mediu (puțin sub 34.000 de dolari) a crescut cu aproximativ 5%<sup>1</sup>. Dar costul vieții a crescut cu 3,5% în aceeași perioadă. Așa încât în termeni reali domnul Mediu stă mai bine doar cu 1,5%. Dacă mai ținem cont și de inflație, venitul unei gospodării medii din Statele Unite s-a schimbat foarte puțin față de 1990, crescând cu doar 7% în 18 ani<sup>2</sup>. Și acum să comparăm situația domnului Mediu cu cea a lui Lloyd Blankfein, principalul director executiv de la banca de investiții Goldman Sachs. În 2007 acesta a primit 73,7 milioane de dolari din salariu, bonusuri și recompense în acțiuni, cu 25% mai mult decât în anul precedent și, în mare, cam de două mii de ori mai mult decât a câștigat Joe Funcționarul. În același an, veniturile nete ale băncii Goldman Sachs de 46 de miliarde de dolari depășeau întregul produs intern brut (PIB) a mai bine de o sută de țări, printre care Croația, Serbia și Slovenia, Bolivia, Ecuador și Guatemala, Angola, Siria și Tunisia. Totalul activelor băncii a depășit pentru prima oară nivelul de un trilion de dolari<sup>3</sup>. Și alți directori executivi de pe Wall Street au câștigat bani frumoși, însă nu la fel de mult. Conform revistei *Forbes*, Richard S. Fuld de la Lehman Brothers a câștigat 71,9 milioane de dolari, James Dimon de la JPMorgan Chase 20,7 milioane de dolari, iar Kenneth D. Lewis de la Bank of America 20,1 milioane de dolari, puțin mai mult decât Charles O. Prince de la Citigroup (19,9 milioane de dolari), John Mack de la Morgan Stanley (17,6 milioane de dolari) și John Thain de la Merrill Lynch (15,8 milioane de dolari). Și totuși, Lloyd Blankfein nu era nici pe departe finanțistul cu cel mai mare venit din lume în 2007. Angelo R. Mozilo de la Countrywide Financial a fost plătit cu 102,8 milioane de dolari. Și până și această cifră pălește în fața sumelor uriașe câștigate de unii manageri de fonduri de hedging. George Soros, un speculator cu state vechi, a câștigat 2,9 miliarde de dolari, Ken Griffin de la Citadel, ca și fondatorii altor două fonduri speculative s-au întors acasă cu mai bine de 2 miliarde de dolari. Cel mai prost plătit director executiv din lumea financiară a anului 2007 a fost James E. Cayne, care a câștigat 690.757 de dolari, o scădere dramatică după cele aproape 290 de milioane câștigate în anteriorii nouă ani. În același timp, aproape un miliard de oameni din lume se zbat să supraviețuiască cu doar un dolar pe zi<sup>4</sup>.

S-a dovedit că anul 2007 a marcat începutul celei mai grave crize financiare din lume după Marea Depresiune. În doar un an și ceva, s-au petrecut diverse evenimente ce au ridiculizat afirmația potrivit căreia veniturile totale generoase oferite finanțistilor erau justificate de abilitățile lor excepționale, îndeosebi în domeniul gestionării riscului. Până am revizuit această carte pentru ediția paperback, Bear Stearns a fost salvată de la colaps de JPMorgan, Countrywide a fost preluată de Bank of America, Merrill Lynch a avut parte de aceeași soartă, iar Lehman Brothers a dat faliment. Citigroup a pierdut 18,7 miliarde de dolari în 2008, aproape cât câștigase începând din 2005, iar Merrill Lynch a pierdut 35,8 miliarde de dolari, câștigurile sale începând din 1996. Goldman Sachs și Morgan Stanley au fost silite să se transforme, din bănci de investiții, în holdinguri bancare, semnalând dispariția unui model de afaceri care data din anii 1930. Toate băncile care au supraviețuit acceptaseră injecții de capital din partea Trezoreriei Statelor Unite, în cadrul Programului de Asistență pentru Activele Neperformante. Însă, în ciuda sprijinului guvernamental, prețurile acțiunilor lor au continuat să scadă, consolidând perspectiva naționalizării pentru cel puțin o parte dintre ele. Până în martie 2009, acțiunile Citigroup, de pildă, scăzuseră de la 55 de dolari în iunie 2007 la 2,59 dolari.

Sunteți mândri că lumea e atât de nedreaptă? Sunteți furios pe capitaliștii superbogați și pe bancherii cu miliarde de dolari bonus? Năucit de abisul care se cascadează atunci când vine vorba de a avea, a nu avea și a avea iahturi? Nu sunteți singurul. De-a lungul întregii istorii a civilizației occidentale, s-a manifestat frecvent o ostilitate față de finanțe și finanțisti, născută din ideea că aceia care și-au făcut un rost dând bani cu împrumut sunt un fel de paraziți ce trăiesc pe spinarea celor angajați în activități economice „adevărate”, în agricultură și producție. Această ostilitate are trei cauze. Unu: debitorii tind să-i depășească numeric pe creditori și cei dintâi nu prea îi înghit pe cei din urmă. Doi: crizele financiare și scandalurile financiare apar destul de des pentru ca finanțele să pară a fi cauza sărăciei, și nu a prosperității, a nesiguranței mai degrabă decât a stabilității. Și trei: vreme de secole, pretutindeni în lume serviciile financiare au fost furnizate în cea mai mare măsură de membri ai unor minorități etnice sau religioase cărora le era interzis să dețină pământ sau să ocupe funcții publice și care s-au bucurat de succes în domeniul finanțelor datorită strânselor lor legături de rudenie și bazate pe încredere.

În ciuda prejudecăților noastre adânc înrădăcinate privind „banii spurcați”, banii sunt la originea progresului în cele mai multe cazuri. Ca să parafralez o expresie a lui Jacob Bronowski (a cărui minunată istorie a progresului științific am urmărit-o cu aviditate la televizor pe vremea când eram elev), ascensiunea banilor a constituit un element esențial pentru evoluția omului. Departe de a fi lucrătura unor lipitori pornite să sugă sângele vital al familiilor cu datorii sau să riște economiile văduvelor și orfanilor, inovarea în sectorul financiar a constituit un factor indispensabil în evoluția umanității de la o economie amărâtă de subzistență la culmea prosperității materiale de care au parte mulți oameni astăzi. Evoluția creditului și a datoriilor a fost la fel de importantă ca orice inovație tehnologică pentru dezvoltarea civilizației, de la vechiul Babilon la Hong Kongul de astăzi. Băncile și piața obligațiunilor au oferit baza materială pentru splendorile Renașterii italiene. Serviciile financiare pentru întreprinderi au constituit baza indispensabilă atât a Imperiului Britanic, cât și a celui olandez, așa cum triumful Statelor Unite în secolul XX a fost indisolubil legat de evoluția din domeniile asigurărilor, creditelor ipotecare și creditelor de nevoi personale. De asemenea, poate că tot o criză financiară va semnală amurgul supremației americane pe plan mondial.

În spatele oricărui mare fenomen istoric se află un secret financiar, iar cartea de față și-a propus să descifreze cele mai importante dintre aceste secrete. De exemplu, Renașterea a creat o explozie pe piața artei și arhitecturii pentru că unii bancheri italieni, precum cei

din familia Medici, au făcut avere folosind matematica orientală în politica banului. Republica Olandeză a surclasat Imperiul Habsburgic pentru că, din punct de vedere financiar, era de preferat să ai prima bursă modernă în locul celei mai mari mine de argint. Problemele monarhiei franceze nu puteau fi rezolvate fără o revoluție pentru că un scoțian, condamnat pentru omor, dăduse peste cap sistemul financiar francez declanșând prima bulă a pieței financiare și prăbușirea acesteia. Nathan Rothschild a contribuit în aceeași măsură ca și ducele de Wellington la înfrângerea lui Napoleon la Waterloo. O nebunie financiară, un ciclu autodistructiv de greșeli și devalorizări au transformat Argentina din cea de-a șasea țară ca bogăție națională din anii 1880 în economia sfârtecătă de inflație a anilor 1980.

Dacă citiți această carte, veți înțelege de ce, în mod paradoxal, cei care trăiesc în țările cele mai sigure sunt și cei care au și cele mai solide polițe de asigurare. Veți descoperi când și de ce popoarele vorbitoare de limbă engleză au căpătat obsesia ciudată de a cumpăra și a vinde locuințe. Poate mai presus de toate, veți vedea cum globalizarea și finanțele, pe lângă multe alte lucruri, au cam șters diferența dintre piețele dezvoltate și cele emergente, transformând China în bancherul Americii, creditorul comunist al debitorului capitalist, o schimbare cu semnificații epocale.

În anumite momente, asaltul banului a părut inexorabil. În 2006 producția economică la nivel mondial era evaluată la aproximativ 48,6 trilioane de dolari. Capitalizarea bursieră totală era de 50,6 trilioane de dolari, cu 4% mai mare. Valoarea totală a obligațiunilor naționale și internaționale era de 67,9 trilioane de dolari, cu 40% mai mare. Planeta Finanțe începea să eclipseze Planeta Pământ. Planeta Finanțe părea și să se învârtă mai repede. În fiecare zi 3,1 trilioane de dolari treceau dintr-o mână în alta pe piețele valutare. În fiecare lună 5,8 bilioane de dolari treceau dintr-o mână în alta pe piețele financiare mondiale. În fiecare minut al fiecărui ceas din fiecare zi a fiecărei săptămâni, cineva, undeva, făcea afaceri. Și în permanență evoluau noi forme de viață financiară. De exemplu, în 2006, volumul achizițiilor integrale pe datorie (achiziționarea unor firme cu finanțare prin împrumuturi) a sărit la 753 de miliarde de dolari. O explozie a „securitizării” – prin care creanțe individuale precum creditele ipotecare sunt „tranșate”, apoi combinate și „reambalate” pentru a fi vândute – a împins la emiterea anuală a unor valori mobiliare garantate cu ipotecă, împrumuturi garantate prin active și obligațiuni garantate cu creanțe în valoare de peste 3 trilioane de dolari. Volumul instrumentelor financiare derivate – contracte derivate din anumite instrumente financiare sau tranzacții deja existente, cum ar fi tranzacțiile swap pe rata dobânzii sau contractele de transfer al riscului de credit (CDS) – a crescut și mai repede, așa încât la sfârșitul lui 2006 valoarea noțională a tuturor instrumentelor financiare derivate nereglementate (excluzându-le pe cele de la bursele publice) era cu puțin sub 400 de trilioane de dolari. Înainte de anii 1980, o astfel de situație era aproape necunoscută. De asemenea, au proliferat instituții noi. Primul fond de hedging a fost înființat în anii 1940, dar, mai încoace, prin 1990, existau 610, care gestionau 38,9 miliarde de dolari. La sfârșitul lui 2006 existau 9.462, gestionând 1,5 trilioane de dolari. Societățile cu capital privat s-au multiplicat și ele. Între timp băncile au creat o mulțime de „societăți intermediare” și „vehicule investiționale structurate” (VIS), pentru a nu include activele potențial riscante în bilanțurile lor contabile. Era ca și cum apăruse un întreg sistem bancar paralel. Dacă în ultimele patru milenii avusese loc ascensiunea omului-gânditor, se pare că acum trăim în epoca omului-bancher.

În 1947 valoarea totală adăugată de sectorul financiar la produsul intern brut al Statelor Unite era de 2,3% ; în 2007 contribuția sa se ridicase la 8,1% din produsul intern brut. Cu alte cuvinte, 1 dolar din fiecare 13 dolari plătiți angajaților din Statele Unite se ducea

acum la oamenii care lucrează în domeniul finanțelor<sup>5</sup> Finanțele deveniseră și mai importante în Marea Britanie, unde constituia 9,4% din PIB în 2006. Sectorul financiar devenise de asemenea cel mai puternic magnet pentru talentele din rândul absolvenților de studii superioare. Înainte, în 1970, doar circa 5% dintre absolvenții de la Harvard, unde predau eu, se angajau în domeniul finanțelor. În 1990 cifra crescuse la 15%\* În 2007 proporția a fost și mai mare. Conform publicației *The Harvard Crimson*, din promoția 2007 mai bine de 20% dintre bărbați și 10% dintre femei doreau să se angajeze pentru prima dată în domeniul bancar. Și cine să-i condamne pentru asta? În ultimii ani, remunerația globală, cu salariu și bonusuri, ale celor angajați în domeniul finanțelor era de aproape trei ori mai mare decât salariile câștigate de absolvenții universităților din Ivy League angajați în alte sectoare ale economiei.

În momentul în care absolvea promoția 2007, se părea că nimic nu va mai putea opri ascensiunea permanentă a finanțelor globale. Nici măcar atacurile teroriste asupra New Yorkului și Londrei. Nici măcar războiul care devasta Orientul Apropiat. Și, cu siguranță, nici măcar schimbările climatice de la nivel global. În ciuda faptului că fusese distrus World Trade Center, în ciuda invaziilor din Afganistan și Irak și a unui vârful al evenimentelor meteorologice extreme, perioada de la sfârșitul anului 2001 până la mijlocul anului 2007 a fost caracterizată de o expansiune financiară susținută. Într-adevăr, consecința imediată a atacului de la 11 septembrie a fost că indicele Dow Jones a scăzut cu 14%. Totuși, în numai două luni și ceva, a revenit la nivelul de dinainte de 11 septembrie. Ba mai mult, deși 2002 a fost un an nefavorabil pentru investițiile de capital în Statele Unite, piața a evoluat mai departe, depășind punctul culminant precedent (din perioada maniei tranzacțiilor de pe internet) în toamna lui 2006. La începutul lui octombrie 2007 indicele Dow Jones a ajuns dublu față de minimul celor trei ani precedenți. Nici performanțele bursei de valori americane nu au fost excepționale. În cei cinci ani de dinainte de 31 iulie 2007 toate piețele de capital, în afară de două, au reușit să înregistreze un randament anual de două cifre. Obligațiunile de pe piața emergentă au crescut și ele puternic și piețele imobiliare, mai ales în țările vorbitoare de limbă engleză, au cunoscut o remarcabilă apreciere valorică. Investitorii au făcut bani indiferent dacă și-au investit banii în mărfuri, opere de artă, vinuri de colecție sau instrumente financiare garantate prin active exotice.

Și care era explicația acestor minuni? După una dintre școlile de gândire, ultimele inovații financiare aduseseră îmbunătățiri fundamentale în eficientizarea pieței globale de capital, ceea ce a permis ca riscurile să fie asumate doar de cei care și le puteau permite. Entuziaștii vorbeau de moartea volatilității. Unii bancheri mulțumiți de ei țineau conferințe cu subiecte de genul „Evoluția excelenței”. În noiembrie 2006 am participat și eu la una dintre aceste conferințe, organizată în luxoașă și exclusivistă zonă rezidențială Lyford Cay din Bahamas. Tema discursului meu era că nu peste mult timp va avea loc o scădere drastică a lichidităților care în acel moment se revărsau în cascade prin sistemul financiar mondial și că ar trebui să fim precauți atunci când socotim că vremurile bune vor ține la infinit. Dar cei care mă ascultau nu au fost deloc impresionați. Am fost ignorat, fiind socotit un alarmist. Unul dintre investitorii cu cea mai mare experiență a mers chiar mai departe, sugerându-le organizatorilor ca „în anul următor să se renunțe cu totul la astfel de vorbitori din afara cercului de inițiați – mai bine ne uităm la *Mary Poppins*”<sup>6</sup> Totuși, invocarea numelui Mary Poppins mi-a trezit niște amintiri din copilărie. Fani ai actriței Julie Andrews poate își mai aduc aminte că subiectul nemuritorului film muzical se

\* E grăitor faptul că numărul absolvenților a crescut de la 2,3% la 3,4%. Stăpânii universului deocamdată le depășesc ca număr pe stăpâne.

învârtea în jurul unui eveniment financiar care, în momentul conferinței, părea cu totul demodat : o retragere masivă a depozitelor din bănci – adică o buluceală a deponenților pentru a-și retrage banii, scenă care nu s-a mai văzut la Londra din 1866.

Numele familiei care apelează la Mary Poppins este – și nu din întâmplare – Banks. Domnul Banks e într-adevăr bancher, funcționar de rang superior la Dawes, Tomes Mousley, Grubbs, Fidelity Fiduciary Bank. Într-una din zile, la insistențele sale, copiii familiei Banks sunt aduși de dădaca lor să viziteze banca, unde domnul Dawes Sr. recomandă ca Michael, fiul domnului Banks, să-și depună cei doi penny, bani de buzunar, într-un cont la bancă. Din nenorocire, junele Michael preferă să-și cheltuiască bani pe grăunțe pentru porumbeii din fața băncii și-i cere insistent domnului Dawes : „Dați-mi-i înapoi ! Dați-mi banii înapoi ! ”. Colac peste pupăză, niște clienți ai băncii aud și ei cererea insistentă a lui Michael. Drept rezultat, aceștia încep să-și retragă banii. Curând o grămadă de deponenți fac același lucru, forțând banca să-și suspende plățile. Domnul Banks este, evident, demis, ceea ce îl face să se plângă tragic că a fost „împins la ruină și nenorocire în floarea vieții” Aceste cuvinte ar fi putut fi rostite și de Adam Applegarth, fostul director executiv al băncii britanice Northern Rock, care a avut aceeași soartă în septembrie 2007, atunci când clienții săi s-au îmbulzit la filiale să-și retragă depozitele. Aceasta se întâmpla după anunțul că Northern Rock solicită o „facilitate de trezorerie” din partea Băncii Angliei.

Criza financiară care a lovit lumea occidentală în vara lui 2007 a readus în actualitate unul dintre adevărurile perene ale istoriei finanțelor : orice bulă, mai devreme sau mai târziu, se sparge. Mai devreme sau mai târziu vor fi mai mulți vânzători care socotesc că valoarea acțiunilor va scădea decât cumpărători care cred că valoarea lor va crește. Mai devreme sau mai târziu lăcomia se transformă în spaimă. Pe când încheiam documentarea pentru această carte, la începutul anului 2008, se simțea că economia Statelor Unite poate intra în recesiune. Un an mai târziu, în vreme ce revizuiam această introducere pentru ediția paperback, economia americană era în mod evident afectată de cea mai gravă recesiune de la începutul anilor 1980, cu șanse mari de a intra într-o criză prelungită. Să fi fost din pricină că, poate, companiile americane își concepeau mai prost noile produse ? Sau ritmul inovațiilor tehnologice se poticnise brusc ? Nu. Cauza imediată a recesiunii economice din 2008-2009 era de natură financiară : mai precis, determinată de un șoc din interiorul sistemului de credite provocat de numărul tot mai mare de întârzieri la plata ratelor în domeniul unui tip de îndatorare cunoscut eufemistic sub numele credite ipotecare substandard. Sistemul nostru financiar mondial devenise atât de încâlcit, încât familii relativ sărace, din Alabama până în Wisconsin, reușiseră să-și cumpere sau să-și reipotecheze casele cu niște credite foarte complicate care (fără ca aceștia să aibă știință) au fost puse la grămadă cu alte credite asemănătoare, redefinite ca obligațiuni cu împrumut colateralizat (CDO) și vândute de bănci din New York și Londra către (printre alții) bănci regionale germane și autorități municipale norvegiene care, astfel, deveneau creditorii ipotecari de fapt. Aceste obligațiuni cu împrumut colateralizat fuseseră atât de alambicate, încât s-a ajuns să se poată pretinde că o tranșă din plata dobânzilor efectuată de debitorii inițiali constituia un flux de venit la fel de sigur ca dobânda unui titlu de stat american pe zece ani și deci putea fi socotită demnă de ratingul AAA, atât de râvnit. Acest sistem a împins alchimia financiară la un nivel și mai ridicat de sofisticare, părând să transforme plumbul în aur curat.

Totuși, când ipotecile inițiale se calculau la o dobândă mai ridicată, după ce perioada de „grație” de un an sau doi s-a încheiat, debitorii au început să nu mai plătească. La rândul său, această situație semnală că bula din domeniul imobiliar din Statele Unite se spărgea, determinând cea mai abruptă scădere în prețul caselor din anii 1930 încoace. Ceea ce a urmat semăna cu o lentă reacție în lanț care în ultimă instanță va fi devastatoare.

Tot felul de instrumente financiare garantate prin active, între care și o mulțime de instrumente care nu erau sprijinite de credite imobiliare substandard, și-au pierdut brusc din valoare. Instituții precum societățile intermediare și vehiculele investiționale structurate, create de bănci pentru a păstra aceste instrumente financiare în afara bilanțurilor contabile ale băncilor, s-au confruntat cu dificultăți majore. Când băncile au preluat aceste instrumente financiare, rapoartele dintre activele și capitalul lor au crescut vertiginos. Băncile centrale din Statele Unite și Europa au încercat să mai diminueze presiunea exercitată asupra băncilor prin reducerea dobânzilor și oferirea unor împrumuturi în cadrul special al unor „facilități temporare de adjudecare”. Totuși, la momentul în care scriam acestea, în mai 2008, dobânzile la care băncile puteau împrumuta bani, fie prin emiterea unor efecte comerciale, fie prin vânzarea de obligațiuni sau împrumutându-se una pe alta, au rămas mult peste rata-țintă oficială a dobânzii la fondurile federale, rata minimă a dobânzii în economia SUA. Împrumuturi care inițial fuseseră menite să finanțeze cumpărarea unor corporații de către societăți cu capital privat au putut fi vândute doar la un preț mult mai mic. După ce au înregistrat pierderi enorme, multe dintre cele mai serioase bănci din Statele Unite și Europa au fost nevoite nu numai să apeleze la băncile centrale europene pentru ajutor pe termen scurt pentru a-și reconstitui rezervele, ci și la fonduri suverane de investiții din Asia și Orientul Mijlociu pentru injecții de capital pentru a-și reconstitui capitalul de bază. Dar la începutul anului 2008 investitorii străini își pierdeau interesul pentru stocurile bancare al căror preț scădea în mod constant.

Privind retrospectiv, tranziția de la o criză a creditelor ipotecare substandard la o criză financiară globală de proporții a durat, în mod surprinzător, destul de mult. Deși prețurile imobiliare din Statele Unite începuseră să scadă încă din ianuarie 2007, piața de valori a continuat să crească până în luna octombrie a acelui an. Până și în mai 2008 indicele 500 Standard and Poor's era cu doar 10% mai mic decât vârful anului precedent. Deși Biroul Național de Cercetare Economică a afirmat că recesiunea începuse în decembrie 2007, consumatorii americani erau într-o fază de negare atât de profundă, încât nu și-au redus cheltuielile decât în al treilea trimestru al anului 2008. Și abia după fatidica lună septembrie din 2008 a luat sfârșit „Marea Represiune”, iar criza americană s-a transformat într-o criză a globalizării, provocând scăderi dramatice în exporturile economiilor asiatice și europene și făcând să plesnească bula prețurilor unor bunuri precum petrolul, care se vindea și cu 133 de dolari barilul.

Cum s-a putut întâmpla așa ceva? Cum au putut niște oameni care câștigau zeci de milioane să piardă zeci de miliarde? Cum a putut o administrație republicană să naționalizeze Federal National Mortgage Association (Fannie Mae), Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mae) și American International Group, colosul asigurărilor? Mai presus de toate, cum a putut o criză de pe piața americană a ipotecilor să precipite nu numai o recesiune americană, ci și una mondială? Pentru a răspunde la aceste întrebări, trebuie să înțelegem cel puțin șase fenomene financiare distincte, dar interrelaționate.

1. Cum au ajuns atât de multe bănci americane și europene să aibă balanțe atât de dezechilibrate – altfel spus, cum de au ajuns să datoreze și să împrumute atât de mult față de baza lor de capital?
2. Cum au ajuns diferite tipuri de datorii, inclusiv ipotecile și cărțile de credit, să fie „securizate”, adică puse laolaltă și apoi împărțite în diverse tipuri de instrumente financiare asemănătoare obligațiunilor?
3. Cum au ajuns politicile monetare ale băncilor centrale să se concentreze asupra unei definiții foarte restrânse a inflației, ignorând potențialul risc al bulelor prețurilor acțiunilor și, mai târziu, ale prețurilor imobiliarelor?

4. Cum a părăsit industria asigurărilor, în frunte cu uriașa firmă americană AIG, tradiționala acoperire de risc, intrând pe piața instrumentelor financiare derivate, vânzând efectiv protecție împotriva riscurilor financiare extrem de incerte?
5. De ce politicienii de pe ambele maluri ale Atlanticului au încercat să mărească procentul familiilor care dețin propriile case, folosind o varietate de stimulente pentru a lărgi piața ipotecilor?
6. Ce a convins guvernele asiatice și mai ales pe cel al Republicii Populare Chineze să finanțeze deficitul actual al Statelor Unite acumulând trilioane de dolari în rezerve internaționale?

Unora dintre cititori toate acestea s-ar putea să li se pară de neînțeles. Cu toate acestea, raportul dintre capitalul unei bănci și activele sale, în ciuda faptului că sună foarte tehnic, nu e doar o chestiune de interes academic. La urma urmei, o „contractare puternică” în sistemul bancar al Statelor Unite a fost, pe bună dreptate, socotită principalul vinovat pentru izbucnirea și evoluția Marii Depresiuni dintre anii 1929 și 1933, cel mai cumplit dezastru economic din istoria modernă<sup>7</sup>. Așadar, un scop al acestei cărți este de a-i oferi cititorului nespecialist o introducere în finanțe și mai ales în istoria financiară. E un fapt bine stabilit că o mare parte a publicului din țările de limbă engleză nu știe nimic despre finanțe. Conform unui sondaj din 2007, patru din zece americani care dețin cărți de credit nu plătesc întreaga sumă necesară în fiecare lună pentru cardul pe care-l folosesc cel mai des, în ciuda ratei extrem de ridicate a dobânzilor pe care le percep pentru asta companiile cardului de credit. Aproape o treime (29%) dintre cei interogați au spus că habar nu au care e rata dobânzilor pentru cardul pe care-l au. Alți 30% au pretins că această rată e sub 10%, când în realitate majoritatea companiilor ce eliberează cărți de credit îi taxează cu mult peste 10%. Mai bine de jumătate dintre respondenți au declarat că la școală nu au învățat „prea mult” sau „chiar deloc” despre aspectele financiare<sup>8</sup>. O anchetă realizată în 2008 a scos la iveală că două treimi dintre americani nu știu cum funcționează o dobândă compusă<sup>9</sup>. În cadrul unui sondaj făcut de niște cercetători de la University of Buffalo's School of Management, un grup reprezentativ de elevi din ultima clasă de liceu au obținut doar un scor de 52% la o serie de întrebări despre problemele financiare și economice personale<sup>10</sup>. Doar 14% au priceput că acțiunile pot genera un profit mai mare în 18 ani decât obligațiunile guvernamentale. Mai puțin de 23% știau că impozitul pe venit se aplică și pe dobânda unui cont de economii dacă venitul titularului de cont este destul de consistent. Iar 59% habar nu aveau de diferența dintre pensia primită de la o companie, asigurările sociale și un plan 401(k)\*.

Iar acesta nu e un fenomen specific doar Statelor Unite. În 2006, Autoritatea britanică a serviciilor financiare a făcut un sondaj privind cultura financiară a populației care a dezvăluit că una din cinci persoane habar nu avea care este efectul asupra puterii de cumpărare a economiilor lor la o rată a inflației de 5% și la o rată a dobânzilor de 3%. Un respondent din zece nu a știut să spună care e cel mai avantajos discount la un televizor de 250 de lire sterline : 30 de lire sterline sau 10%. Așa cum demonstrează aceste exemple destul de clar, întrebările puse în chestionarele sondajului se refereau la probleme banale. Deci e normal să presupunem că numai câțiva dintre cei intervievați ar fi fost în stare să

\* Planul 401(k) a fost introdus în 1980 ca o formă de plan de pensii cu contribuție fixă. Angajații pot alege să plătească o parte din salariul lor sau aceasta să fie transferată în contul 401(k). Apoi li se oferă posibilitatea de a alege felul în care vor fi investiți acei bani. Cu puține excepții, nu se plătesc nici un fel de taxe până în momentul în care se retrag banii.

explice diferența dintre o opțiune „de vânzare” și una „de cumpărare”, de exemplu, și cu atât mai puțin diferența dintre CDO și CDS.

Politicienii, funcționarii din băncile centrale, oamenii de afaceri se plâng mereu de cât de ignorant este publicul în materie de bani – și pe bună dreptate. O societate care se așteaptă ca majoritatea cetățenilor să-și asume responsabilitatea administrării propriilor cheltuieli și venituri după impozitare, care doar speră că majoritatea adulților vor deține în proprietate casa în care locuiesc și lasă la latitudinea acestor cetățeni să hotărască apoi cât anume să economisească pentru perioada de pensionare și dacă să-și facă o asigurare de sănătate sau nu – ei bine, acea societate și-a sădit singură sămânța unor viitoare necazuri pentru că îi lasă pe cetățenii ei atât de puțin pregătiți să ia decizii financiare înțelepte. Într-adevăr, cred că criza actuală poate fi explicată într-o anumită măsură prin necunoașterea istoriei financiare – și nu numai de către oamenii obișnuiți. Nici „stăpânii universului” nu au acordat prea multă atenție lecțiilor trecutului, preferând să-și pună speranțele în modele matematice complicate care s-au dovedit a fi zei falși.

Primul pas către înțelegerea complexităților instituțiilor și terminologiei financiare moderne e să înțelegem de unde provin acestea. Numai înțelegând originea unei instituții sau a unui instrument financiar vom pricepe mai ușor rolul său în prezent. În consecință, elementele-cheie ale sistemului financiar modern sunt introduse pe rând. Primul capitol al cărții urmărește ascensiunea banilor și a creditului, al doilea piața obligațiunilor, al treilea bursa de valori. Capitolul 4 relatează povestea asigurărilor, capitolul 5 se axează pe piața imobiliară, iar capitolul 6 – ascensiunea, prăbușirea și iar ascensiunea finanțelor internaționale. Fiecare capitol se referă la un aspect istoric cheie. Când au încetat banii să mai fie de metal și au devenit de hârtie, pentru ca apoi să dispară cu totul? E adevărat că, stabilind ratele dobânzilor pe termen lung, piața obligațiunilor domină lumea? Care e rolul jucat de băncile centrale în inflația prețurilor bursiere și spargerea acestor bule? De ce asigurările nu constituie în mod necesar cel mai bun mijloc de a te proteja de riscuri? Exagerează oamenii beneficiile investițiilor în imobiliare? Și este interdependența Chinei și Statelor Unite cheia stabilității financiare mondiale sau e doar o himeră?

Mi-am asumat, fără îndoială, o sarcină imposibilă atunci când mi-am propus să acopăr toată istoria financiară începând din Mesopotamia până la microfinanțarea modernă. A fost nevoie ca numeroase aspecte să fie omise, pentru mai multă concizie și simplificare. Dar încercarea pare să merite dacă reușește să-l familiarizeze mai bine pe cititorul nevizat cu fiscalitatea modernă.

Scriind această carte, am învățat și eu o mulțime de lucruri, dar în mod deosebit trei aspecte. În primul rând, faptul că sărăcia nu e rezultatul exploatarei săracilor de către finanțistii lacomi. Aceasta este cauzată mai ales de *lipsa* unor instituții financiare, de absența unor bănci, și nu de prezența lor. Doar atunci când cei care împrumută au acces la rețele eficiente de creditare, pot scăpa din gheara cămătarilor, și doar atunci când cei care economisesc își pot depune banii în bănci demne de încredere, aceștia pot fi canalizați de la bogații indolenți la săracii harnici. Și asta nu se aplică doar țărilor sărace, ci și cartierelor celor mai sărăcăcioase din țările socotite dezvoltate – Africilor din interiorul lor –, precum mahalaua din Glasgow unde m-am născut eu și unde unii își duc traiul cu doar 6 lire sterline pe zi, pentru toate nevoile lor, de la pasta de dinți la transport, dar unde rata cametei poate ajunge și la un milion la sută pe an.

Cea de-a doua mare revelație pe care am avut-o are legătură cu egalitatea și absența ei. Dacă fiscalitatea are o hibă, aceasta este că reflectă și amplifică esența noastră umană. După cum aflăm din tot mai numeroasele cercetări privind finanțele comportamentale, banii amplifică tendința noastră de a reacționa exagerat, trecând de la exuberanță atunci



când lucrurile merg bine la cea mai adâncă depresie atunci când merg prost. La originea succesului și prăbușirii noastre financiare stă caracterul schimbător al emoțiilor noastre. Dar finanțele exacerbează și diferențele dintre noi, îmbogățindu-i pe cei norocoși și isteți, sărăcindu-i pe cei ghinionști și nu tocmai isteți. Globalizarea financiară înseamnă, printre altele, că, după trei sute de ani de divergențe, lumea nu mai poate fi împărțită în țări bogate și dezvoltate și țări subdezvoltate și sărace. Cu cât piețele financiare ale lumii devin mai integrate, cu atât apar tot mai multe oportunități pentru oamenii inițiați în lumea finanțelor, indiferent unde trăiesc aceștia, și cu atât îi pândesc pe cei neinstruiți în domeniul financiar mai multe riscuri de a cădea victime. Evident, în ceea ce privește distribuția în ansamblu a veniturilor, pământul nu e plat, pentru că rentabilitatea capitalului a crescut în funcție de rentabilitatea forței de muncă necalificată sau slab calificate. Răspлата pentru că „ai dat lovitură” nu a fost niciodată mai mare. Dar nici cei ignoranți în materie de finanțe nu au avut mai mult de pierdut.

În cele din urmă, am ajuns să înțeleg că aproape nimic nu e mai greu de prezis cu acuratețe decât momentul și magnitudinea crizelor financiare, pentru că fiscalitatea e într-adevăr atât de complexă și atât de multe legături intrinsece sunt neliniare, ba chiar haotice. Ascensiunea banilor nu a fost niciodată un proces lin, iar fiecare nouă provocare a determinat un nou răspuns din partea bancherilor și a altora din aceeași tagmă. Precum orizontul din Munții Anzi, istoria finanțelor nu e o curbă lină spre culmi, ci o linie frântă de piscuri și văi abrupte. Sau, ca să folosim altă metaforă, istoria finanțelor seamănă cu un clasic exemplu de evoluție în plină desfășurare, numai că într-un timp mult mai scurt decât evoluția din natură. După cum remarcă Anthony W. Ryan, secretarul adjunct al Trezoreriei Statelor Unite: „La fel cum în natură unele specii au dispărut, unele noi tehnici de finanțare s-ar putea dovedi că au mai puțin succes decât altele” În vreme ce scriu aceste rânduri, acest limbaj darwinist mi se pare deosebit de potrivit.

Am ajuns oare în pragul unei „ample extincții” în lumea financiară, una dintre acele perioade de extincție în masă a speciilor care apar ciclic, precum cea de la sfârșitul erei cambriene, când au dispărut 90% dintre speciile de pe Pământ, sau catastrofa din cretacicul terțiar, care i-a exterminat pe dinozauri? E un scenariu de care au toate motivele să se teamă mulți biologi, din pricină că schimbările climatice provoacă dezastre în habitatele naturale pretutindeni pe glob. Dar și sucombarea în masă a instituțiilor financiare constituie un scenariu de care trebuie să ne temem, pentru că un alt dezastru provocat de om se propagă încet și chinuitor prin tot sistemul financiar mondial. Mai mulți observatori experimentați (nu numai fostul președinte al Rezervelor Federale Alan Greenspan, ci și Henry Paulson, fostul secretar al Trezoreriei) au considerat că actuala criză financiară este „un eveniment care are loc o dată într-un secol” Desigur, după anii 1930 niciodată nu au mai fost amenințate cu extincția atât de multe instituții financiare. Însă acesta nu poate fi folosit drept pretext de către cei care nu au anticipat criza. Istoria ne arată că au loc crize extrem de grave, iar uneori mai des decât o dată pe secol.

Pentru toate aceste motive, n-a fost niciodată mai necesar decât astăzi să înțelegem ascensiunea banilor, indiferent dacă ne zbatem să supraviețuim de la o zi la alta sau să devenim stăpânii universului. Și înseamnă că nu m-am străduit în van dacă această carte ajută la înlăturarea primejdioasei bariere care s-a interpus între informația din lumea finanțelor și celelalte tipuri de cunoaștere.



## Capitolul 1

# Visuri de lăcomie

Încercați să vă închipuiți o lume fără bani. Vreme de mai bine de o sută de ani, comuniștii și anarhiștii, ca să nu mai vorbim de unii reacționari extremi, fundamentalisti religioși și hippy, au visat exact o astfel de lume. După părerea lui Friedrich Engels și Karl Marx, banii sunt doar un instrument al exploataării capitaliste, care se substituie relațiilor umane, chiar celor din sânul familiei, neîndurătorul *cash nexus*\*. Așa cum a încercat mai apoi Marx să demonstreze în *Capitalul*, banii erau rezultatul muncii transformate într-o marfă, plusvaloarea generată prin muncă cinstită, însușită și apoi „reificată” pentru a satisface lăcomia insașiabilă a clasei capitaliste pentru avuție. Unele idei mor foarte greu. Nu mai departe de anii 1970, niște comuniști europeni încă aspirau la o lume fără bani, așa cum declarau în această efuziune utopică din *Standardul socialist* :

Banii vor dispărea... Aurul va putea fi păstrat, în concordanță cu dorința lui Lenin, pentru construcția closetelor publice... În societățile comuniste bunurile vor fi puse la dispoziție gratuit. Organizarea societății, până în străfundurile sale, va exista fără bani... Dorința frenetică și nevrotică de a consuma și a acumula va dispărea. Va fi cu totul absurd să vrei să acumulezi lucruri : nu vor mai exista bani pe care să-i ții în buzunar și nici salariați pe care să-i angajezi. Noii oameni vor semăna cu strămoșii lor vânători și culegători care aveau încredere în natura care le furniza fără nici un ban și din belșug tot ceea ce le trebuia ca să trăiască și nu aveau grija zilei de mâine...<sup>1</sup>

Cu toate acestea, nici un stat comunist – nici măcar Coreea de Nord – nu a găsit cu cale că este util să se lipsească de bani<sup>2</sup>. Și chiar și un contact superficial cu societăți reale de vânători și culegători sugerează inferioritatea modului de viață în care nu există bani.

În urmă cu cinci ani, membrii tribului nukak au dorit brusc să părăsească jungla la San José del Guaviare din Columbia. Tribul nukak era unul dintre cele încremenite în timp, izolate de restul umanității până când a ieșit la iveală pe neașteptate. Băștinașii aceștia nu aveau nici un fel de noțiuni cu privire la bani, trăind doar din vânatul maimuțelor și fructele pe care le culegeau. Evident, nu aveau nici conceptul de viitor. În prezent își duc traiul într-un luminiș din apropierea orașului și se bazează pe sprijin din partea statului. Dacă îi întrebi dacă le este dor de junglă, răd. După generații la rând care s-au chinuit zi de zi să caute hrană, sunt și acum uluiți că niște străini le oferă tot ceea ce au nevoie fără să le ceară nimic în schimb<sup>3</sup>.

\* Noțiune introdusă de Thomas Carlyle și preluată de Karl Marx – reducerea tuturor relațiilor umane la schimbul de bani (n.tr.).

După cum afirma Thomas Hobbes în legătură cu starea naturală, viața unui vânător-culegător este într-adevăr „singuratică, sărmană, perversă, brutală și scurtă” În anumite privințe, cu siguranță că e de preferat o viață în care umbli prin junglă și îți umpli traista cu maimuțe față de truda grea a agriculturii de subsistență. Dar antropologii au demonstrat că multe din triburile de vânători-culegători care au supraviețuit până în vremurile moderne erau mai puțin pașnice decât nukak. De exemplu, aproape 60% dintre bărbații care făceau parte din populația shuar din Ecuador aveau parte de o moarte violentă. Iar proporția celor din tribul brazilian yanomamo era de aproape 40%. Când două grupuri de membri ai unor astfel de triburi primitive se întâlneau din întâmplare, se pare că mai degrabă se luptau pentru resursele insuficiente (hrană și femei fertile) decât să facă schimburi comerciale. Vânătorii-culegători nu stau să facă comerț. Ei jefuiesc. Nu se apucă să facă economii, consumă hrana imediat ce fac rost de ea. În concluzie, nu au nevoie de bani.

## Muntele de bani

E adevărat că au existat societăți mult mai sofisticate decât nukak care au funcționat fără bani. Acum cinci sute de ani, în cea mai complexă societate din America de Sud, Imperiul Incas, nu se foloseau banii. Incașii apreciau calitățile estetice ale metalelor rare. Aurul era „sudoarea soarelui”, argintul „lacrimile lunii” Munca era unitatea de valoare în Imperiul Incas, exact așa cum mai târziu se presupunea că va fi în societatea comunistă. Și, la fel ca în comunism, economia depindea în mare măsură de planificarea severă de la centru și de munca forțată. În 1532, Imperiul Incas a fost totuși îngenunchat de un om care, la fel ca și Cristofor Columb, venise în Lumea Nouă exact cu scopul de a căuta și a transforma în monedă metalul prețios\*

Francisco Pizarro, fiul nelegitim al unui colonel spaniol, a traversat în 1502 Atlanticul ca să-și caute norocul<sup>4</sup>. Unul dintre primii europeni care au traversat istmul Panama, ajungând până la Pacific, și a condus prima dintre cele trei expediții din Perù în 1524. S-a confruntat cu un teren greu accesibil, mâncarea era pe sponci, iar primii indigeni întâlniți s-au dovedit a fi ostili. Cu toate acestea, primirea de care au avut parte în regiunea Tumbes la cea de-a doua expediție, când băștinașii i-au salutat ca pe „copiii soarelui”, i-a convins pe Pizarro și pe tovarășii săi să continue. După ce s-a întors în Spania ca să obțină aprobarea regelui pentru planul său „de a extinde Imperiul Castiliei”\*\*, în calitate de „guvernator în Perù”, Pizarro a constituit o forță formată din trei nave, douăzeci și șapte de cai și optzeci de oameni, dotați cu cel mai nou armament din Europa : arme de foc și arbalete<sup>5</sup> Această a treia expediție a ridicat pânzele în Panama pe 27 decembrie 1530. Acestor cuceritori aspiranți le-a luat aproape doi ani pentru a-și atinge ținta : confruntarea cu Atahualpa, unul dintre cei doi fii care se luptau pentru tron după moartea recentă a împăratului incas Huayna Cápac. După ce a refuzat oferta călugărului Vicente de Valverde de a trece la religia creștină și a aruncat cu dispreț Biblia pe jos, Atahualpa a urmărit neputincios cum spaniolii, bazându-se mai ales pe groaza pe care o inspirau caii lor

\* Conchistadorii veniseră în căutare și de aur, și de argint. Prima așezare întemeiată de Columb, La Isabela din insula Hispaniola (acum Republica Dominicană), a fost înființată pentru exploatarea zăcămintelor locale de aur. El a crezut, de asemenea, că a găsit acolo și argint, dar mai apoi au fost descoperite doar cantități neînsemnate în mostrele de minereu de aur pe care Columb și oamenii săi le-au adus în Spania.

\*\* De la căsătoria lui Ferdinand cu Isabela, în 1474, până în secolul al XVIII-lea, țara pe care o numim Spania a constituit, practic, unificarea a două regate : Aragon și Castilia.

(animale necunoscute până atunci incașilor), i-au anihilat armata. A fost o lovitură uluitoare, dat fiind că erau cu totul depășiți numeric de incași<sup>6</sup>. Curând și-a dat seama și Atahualpa care era scopul urmărit de Pizarro și a încercat să-și răscumpere libertatea oferindu-se să umple încăperea unde era ținut prizonier cu aur (o dată) și cu argint (de două ori). În total, în lunile care au urmat, incașii au adunat 13.420 de livre de aur de 22 de carate și 26.000 de livre de argint pur<sup>7</sup>. Dar Pizarro era hotărât să-și execute prizonierul, care a fost sugrumat în public în august 1533<sup>8</sup>. Odată cu căderea orașului Cuzco, Imperiul Incas a fost sfâșiat de orgia jafurilor spaniolilor. În ciuda unei revolte conduse de incasul Manco Capac, presupusă marionetă a spaniolilor, dominația spaniolilor s-a înstăpânit neclintită, fiind simbolizată de construirea noii capitale, Lima. Oficial, imperiul a fost dizolvat în 1572.

Și Pizarro a avut parte de o moarte la fel de violentă ca viața pe care a dus-o, fiind înjunghiat în 1541, după o ceartă cu unul dintre ceilalți conchistadori. Dar moștenirea pe care a lăsat-o coroanei spaniole a depășit în cele din urmă chiar și visurile sale. Conchistadorii au fost incitați de legenda despre Eldorado, un rege indian despre care se credea că la sărbători își acoperea trupul cu pulbere de aur. În zona pe care oamenii lui Pizarro au numit-o *Perú de Sus*, un ținut dezolant, muntos și dominat de cețuri, unde cei neobișnuiți cu altitudinile mari sunt siliți să se chinuie să respire, aceștia au găsit ceva la fel de valoros. Cerro Rico – însemnând, literal, Culmea Comorilor –, muntele nefiresc de simetric, cu un vârf semeț de 4.782 de metri (15.689 de picioare deasupra nivelului mării), era întruchiparea celor mai amănunțite idei despre bani: un munte întreg din argint masiv. Când un indian pe nume Diego Gualpa a descoperit cele cinci mari filoane de argint, în 1545, a schimbat istoria economică a lumii<sup>9</sup>.

Incașii nu înțelegeau setea nepotolită de aur și argint care-i stăpânea pe europeni. Manco Capac se plângea că, „nici dacă toată zăpada Anzilor s-ar preschimba în aur, tot nu i-ar putea sătura”<sup>10</sup>. Incașii nu aveau cum să înțeleagă, deoarece pentru oamenii lui Pizarro argintul însemna mai mult decât un metal decorativ și strălucitor. Acesta putea fi transformat în bani: o unitate de cont, o rezervă de valoare – o putere la purtător.

Pentru a exploata minele, spaniolii i-au plătit la început pe locuitorii satelor din împrejurimi. Dar condițiile de muncă erau atât de grele, încât de la sfârșitul secolului al XVI-lea a fost nevoie de introducerea unui sistem de muncă silnică (*la mita*) prin care bărbații cu vârste între 18 și 50 de ani din regiunile de munte erau condamnați să muncească acolo șaptesprezece săptămâni pe an<sup>11</sup>. Rata mortalității în rândul minerilor era îngrozitoare, în mare măsură din pricina faptului că erau permanent expuși vaporilor de mercur produși în urma extragerii argintului prin amalgamare, procedeu în cadrul căruia minereul de argint era amestecat cu mercur, apoi spălat și încălzit pentru a elimina mercurul<sup>12</sup>. Aerul din puțuri era (și este și acum) toxic, iar minerii trebuiau să coboare în găurile de mină pe cele mai primitive scări, pentru ca, după multe ore de săpat, să urce din nou la suprafață cu saci de minereu legați în spinare. Sute de mineri erau uciși sau schilodiți de căderile de pietre. Domingo de Santo Tomás declara că noul oraș Potosí, epicentrul goanei după argint, era „o gură a iadului, prin care intrau în fiecare an o mulțime de oameni ce erau sacrificați de lăcomia spaniolilor «zeului» lor” Rodrigo de Loaisa numea aceste mine „puțurile infernului”, arătând că, dacă luni intrau „douăzeci de indieni sănătoși, sâmbătă jumătate dintre ei ieșeau schilodiți”<sup>13</sup>. După cum spunea călugărul augustinian Antonio de la Calancha în 1638, „pentru fiecare peso scos din Potosí și-au dat viața zece indieni care au murit în hăurile minelor” Când mâna de lucru indigenă a fost epuizată, au fost aduși mii de sclavi din Africa pentru a fi folosiți pe post de „catări umani” Chiar și azi puțurile și galeriile de la Cerro Rico seamănă a iad.



Cerro Rico, la Potosí : muntele de bani al Imperiului Spaniol

Potosí, care a îmbogățit brusc Spania, a fost locul unde și-au aflat moartea cei siliți să trudească acolo. Între 1556 și 1783, din „muntele comorilor” s-au scos 45.000 de tone de argint curat transformat în lingouri și monede la Casa de Moneda (monetăria) și expediat la Sevilla. În ciuda aerului rarefiat și a climei aspre, Potosí a devenit curând unul dintre cele mai importante orașe din Imperiul Spaniol, cu o populație între 160.000 și 200.000 de

locuitori în perioada sa de apogeu, mai mare decât cele mai multe orașe europene de la acea vreme. *Valer un Potosí*, „a valora cât un Potosí”, e o expresie spaniolă care și astăzi înseamnă a fi bogat. Se pare să târâmurile cucerite de Pizarro au făcut coroana spaniolă mai bogată decât în visurile sale de lăcomie.

Banii, e inutil să mai argumentăm, sunt un mijloc de plată, ce are avantajul de a elimina ineficiențele trocului, o unitate de cont care ușurează evaluarea și calculul, o unitate care permite efectuarea unor tranzacții comerciale pe perioade îndelungate și, de asemenea, la mare distanță. Pentru a împlini toate aceste funcții în mod optim, banii trebuie să fie disponibili, ușor de procurat, durabili, fungibili, ușor de transportat și fiabili. Deoarece îndeplinesc multe dintre aceste criterii, metale precum aurul, argintul, bronzul au fost socotite vreme de sute de ani materia primă ideală pentru bani. Cele mai vechi monede datează din 600 î.e.n. și au fost descoperite de arheologi în templul zeiței Artemis de la Efes (lângă Izmir, pe teritoriul actual al Turciei). Aceste monede lidiene ovulare, care erau făcute dintr-un aliaj de aur și argint numit *electrum* și care aveau imprimată imaginea unui cap de leu, erau strămoașele tetradrahmei ateniene, monedă de argint standardizată cu imaginea zeiței Atena pe o față și aceea a unei bufnițe pe avers (asociată cu zeița datorită presupusei înțelepciuni a păsării). Pe vremea romanilor, monedele erau confecționate din trei metale diferite: *aureus* (din aur), *denarius* (din argint) și *sestertius* (din bronz), ordonate astfel ca valoare în funcție de raritatea metalului în chestiune, dar toate având imprimate efigia împăratului din perioada respectivă pe o față și figurile legendare ale lui Romulus și Remus pe cealaltă. În Antichitate nu se foloseau monedele doar în zona mediteraneeană, dar, cu siguranță, aici au apărut pentru prima dată. În China a fost introdusă o monedă standardizată de bronz abia în anul 221 î.e.n., de „primul împărat”, Qin Shi Huangdi. De fiecare dată, monedele erau asociate cu puternicul suveran care monopoliza monetăria unde se bătea moneda, în parte și pentru a o folosi drept sursă de venit.

Sistemul monetar roman a supraviețuit Imperiului Roman. Prețurile au continuat să fie exprimate în dinari de argint chiar și pe vremea lui Carol cel Mare, regele francilor între 768 și 814. Problema era că, atunci când Carol cel Mare a fost încoronat ca *Imperator Augustus*, în anul 800, era o penurie cronică de argint în vestul Europei. Pe piețele din centrele comerciale mult mai dezvoltate ale imperiului islamic, care domina sudul Mediteranei și Orientul Apropiat, era o cerere și mai mare de bani, așa încât prețiosul metal se scurgea printre degetele înapoiatei Europe. Pe vremea lui Carol cel Mare dinarul era atât de rar, încât 24 de dinari îți ajungeau ca să cumperi o vacă. În unele părți ale Europei, se foloseau ca monedă de schimb ardei și piei de neveriță, în altele *pecunia* ajunsese să însemne pământ mai degrabă decât bani. Europeanii aveau două soluții pentru această problemă. Puteau exporta mână de lucru și mărfuri, oferind sclavi și cherestea în schimbul argintului la Bagdad sau al aurului african la Cordoba și Cairo. Sau puteau jefui metalul prețios pornind la război împotriva lumii musulmane. Cruciadele, ca și cuceririle ulterioare, au avut drept motivație în mai mare măsură lipsa de bani decât scopul de a-i creștina pe păgâni<sup>14</sup>.

Cruciadele erau costisitoare și câștigul net destul de modest. Amplificând și mai mult dificultățile monetare, guvernele din perioada medievală și cele de la începuturile epocii moderne nu au reușit să găsească o soluție la ceea ce economiștii au numit marea problemă a mărunțișului: dificultatea de a stabili relații durabile între monedele bătute în diferite metale, ceea ce ducea la o perpetuă lipsă de monede de valoare mică pe piață, acestea fiind, în plus, mereu afectate de devalorizare și depreciere<sup>15</sup>. În consecință, conchistadorii

păreau să fi înlăturat un mare obstacol, care dănuia de secole, atunci când au descoperit argint din belșug la Potosí și în alte locuri din Lumea Nouă (în special la Zacatecas, în Mexic). Beneficiara imediată a fost, bineînțeles, monarhia castiliană, care îi sponsorizase pe conchistadori. Convoaiele de nave – până la o sută la vremea respectivă – care transportau peste Atlantic și câte 170 de tone de argint pe an ancorau la Sevilla. A cincea parte din tot ceea ce se producea era rezervată coroanei, acoperind 44% din totalul cheltuielilor casei regale în perioada de vârf de la sfârșitul secolului al XVI-lea<sup>16</sup>. Dar felul în care erau cheltuiți banii a făcut ca acum bogăția nou-descoperită de Spania să ofere întregului continent un stimulent monetar. „Piesa de opt reali” spaniolă, bazată pe talerul german (de la care s-a format, mai târziu, termenul dolar), a devenit prima monedă cu adevărat globală, nu doar finanțând nesfârșitele războaie pe care le purta Spania în Europa, ci contribuind și la dezvoltarea rapidă a comerțului dintre Europa și Asia.

Cu toate acestea, nici tot argintul din Lumea Nouă nu a fost în stare să îngenuncheze rebela Republică Olandeză, nu a reușit să aducă Anglia sub dominația coroanei spaniole și nu a izbutit să salveze Spania de un inexorabil declin economic și de un declin al imperiului. Aidoma regelui Midas, monarhii spanioli din secolul al XVI-lea, Carol al V-lea și Filip al II-lea, au descoperit că o avalanșă de metal prețios poate fi în aceeași măsură o binecuvântare și un blestem. Motivul? Au scos din măruntaiele pământului atât de mult argint pentru a-și finanța războaiele de cucerire, încât metalul propriu-zis s-a devalorizat dramatic – adică în ceea ce privește puterea sa de cumpărare vizavi de alte mărfuri. În timpul așa-numitei „revoluții a prețurilor”, care a afectat Europa din anii 1540 până în anii 1640, prețul alimentelor – care nu mai cunoscuseră un trend ascendent susținut de trei sute de ani – a crescut simțitor. În Anglia (țara pentru care avem cele mai bune date cu privire la prețuri), în aceeași perioadă, costul vieții a crescut cu 7% ; astăzi nu e o rată ridicată a inflației (în medie cu 2% pe an), dar după standardele medievale reprezenta o creștere revoluționară a prețului pâinii. În Spania, abundența de argint a reprezentat „un blestem al resurselor”, ca abundența de petrol pentru Arabia, Nigeria, Persia, Rusia și Venezuela în vremurile noastre, anulând interesul pentru alte activități economice mai productive și, în același timp, întărind puterea feudalilor autocrați în defavoarea organelor reprezentative (în cazul Spaniei, a Cortes-urilor)<sup>17</sup>.

Ceea ce nu au reușit să înțeleagă spaniolii a fost că valoarea metalului prețios nu e absolută. Valoarea banilor se stabilește în funcție de ceea ce este dispus să-ți ofere cineva pentru ei. Creșterea volumului de bani nu face o societate mai bogată, deși poate îmbogăți guvernul ce are monopolul asupra producției de bani. Dacă nu apar surprize, expansiunea monetară nu face decât să crească prețurile.

În realitate, faptul că în concepția lumii occidentale banul a fost atâta vreme echivalat cu metalul a fost o simplă întâmplare. În Mesopotamia antică, începând cu aproximativ cinci mii de ani în urmă, se foloseau simboluri din lut pentru a înregistra tranzacții cu produse agricole, precum orz sau lână, ori pentru a evalua metale precum argintul. Inele, bucăți sau tăblițe de argint slujeau și ele drept monedă de schimb, ca și cerealele, dar tăblițele de lut erau la fel de importante, probabil chiar mai importante. S-au păstrat foarte multe, dovedind faptul că atunci când oamenii au început să consemneze în scris ceea ce făceau, nu au făcut-o pentru a scrie cronici istorice, poezie sau filozofie, ci pentru afaceri<sup>18</sup>. Nu poți să iei în mână aceste instrumente financiare antice fără să fii cuprins de admirație. Deși făcute din cel mai banal lut, au rezistat mai mult decât monedele de argint din monetăria de la Potosí. Una dintre aceste tăblițe, foarte bine păstrată, din orașul Sippar (actualul Tell Abu Habbah din Irak) datează din vremea regelui Ammi-Ditana



(1683-1647 î.e.n.) și arată că purtătorul acesteia trebuia să primească o anumită cantitate de orz la vremea recoltei. O alta, inscripționată în timpul domniei succesorului său, regele Ammi-Saduqa, poruncește ca aducătorul acesteia să primească o anumită cantitate de argint la sfârșitul călătoriei!<sup>19</sup>

Dacă ideea de bază ne e familiară, aceasta se datorează în parte faptului că o bancnotă modernă îndeplinește cam aceeași funcție. Citiți cuvintele magice de pe orice bancnotă emisă de Banca Angliei: „Promit să plătesc aducătorului suma de...” Bancnotele (care își au originea în China secolului al VII-lea) sunt de fapt niște bucăți de hârtie care nu au aproape nici o valoare intrinsecă. Sunt doar niște promisiuni de plată (de unde și desemnarea lor în Occident drept *promissory notes* – bilete la ordin), exact ca tăblițele de lut din Babilonul antic, de acum patru mii de ani. Pe versoul bancnotei de zece dolari scrie: „În Dumnezeu ne încredem”, dar cel în care ne încredem cu adevărat atunci când acceptăm una dintre aceste bancnote ca plată e de fapt succesorul omului de pe aversul bancnotei (Alexander Hamilton – primul secretar al Trezoreriei), care, în momentul când scriu aceste rânduri, se întâmplă să fie Henry M. Paulson Jr., predecesorul lui Lloyd Blankfein în funcția de director executiv la Goldman Sachs. Când un american acceptă pentru bunurile sau munca lui un pumn de dolari, de fapt el are încredere că „Hank” Paulson (și, implicit, Ben Bernanke, președintele Sistemului de Rezerve Federale) nu va mai repeta greșeala spaniolilor de a produce bancnotele care au ajuns să nu valoreze decât cât face hârtia pe care sunt tipărite.



Tăbliță de lut din mileniul II î.e.n., Mesopotamia, avers (sus) și revers (pagina următoare). Inscripția spune că Amil-Mirra îi va plăti posesorului tăbliței, la vremea recoltei, 330 de măsuri de orz

În ciuda faptului că puterea de cumpărare a dolarului a scăzut destul de mult în ultimii 50 de ani, astăzi ne mulțumim cu banii de hârtie, ca să nu mai vorbim de monede, care sunt confecționate din metale comune. Acestea nu sunt rezerve de valoare. Și mai uimitor este faptul că am ajuns să ne mulțumim cu niște bani pe care nici nu îi mai vedem. Astăzi banii electronici pot fi transferați de la angajator la banca noastră, la magazinele noastre preferate, fără ca aceștia să se mai materializeze fizic. Acești bani „virtuali” domină acum ceea ce economiștii numesc masă monetară. Banii lichizi aflați în mâinile americanilor de rând înseamnă doar 11% din indicii de măsură a agregatului monetar numit M2. Caracterul intangibil al majorității banilor de astăzi dovedește, poate, cel mai bine adevărata lor natură. Ceea ce nu au înțeles conchistadorii este că banul înseamnă încredere, chiar credință: încredere în persoana care ne plătește; încredere în persoana ce emite banii de care se folosește sau în instituțiile ce îi onorează cecurile ori ordinele de transfer. Banul nu înseamnă metal. Înseamnă încredere imprimată pe ceva. Și nici nu pare să contee foarte mult pe ce e imprimată aceasta: pe argint, pe lut, pe hârtie sau pe un monitor cu cristale lichide. Orice poate servi drept bani, de la cochiliile unor scoici din Maldive până la imensele discuri de piatră folosite de locuitorii insulei Yap din Pacific<sup>20</sup>. Iar acum, în era electronicii, se pare că nu mai este nevoie ca banul să se materializeze.



Principală relație pe care o cristalizează banul este cea dintre creditor și debitor. Să ne întoarcem la tăblițele acelea de lut din Mesopotamia. De fiecare dată, tranzacțiile consemnate pe ele menționau bunurile care fuseseră împrumutate; tăblițele erau înscrise și păstrate de creditor (adesea într-un vas din lut sigilat) pentru a înregistra valoarea datoriei și data la care trebuia achitată aceasta. Se vede limpede că sistemul de creditare

din Babilon era destul de sofisticat. Datoriile erau transferabile, de unde și mențiunea „plătește aducătorului” în loc de numele creditorului. Cei care depozitau cereale sau alte mărfuri în palatele regale sau temple primeau recipise sau cambii de lut. Cei care împrumutau trebuiau să plătească o dobândă (concept care probabil a fost derivat din sporul natural al turmelor) la o rată destul de ridicată, care adesea ajungea și până la 20%. Exercițiile de matematică din timpul domniei lui Hammurabi (1792-1750 î.e.n.) sugerează că, pentru împrumuturile pe termen lung, se percepea un fel de dobândă compusă. Dar temelia pe care se sprijineau toate acestea era credibilitatea subînțeleasă a promisiunii debitorului că va plăti. (Nu întâmplător termenul „credit” provine din latinescul *credo*, care înseamnă „cred”.) Periodic, debitorii puteau fi iertați – într-adevăr, legile lui Hammurabi prevedeau scutirea de datorii o dată la trei ani –, dar asta nu pare să-i fi împiedicat pe creditorii privați și publici să facă afaceri așteptându-se să-și recupereze banii<sup>21</sup>. Dimpotrivă, în Mesopotamia antică tendința pe termen lung a fost ca finanțarea privată să se dezvolte. Prin secolul al VI-lea î.e.n., unele familii, precum Egibi din Babilon, s-au afirmat ca mari proprietari de pământuri și creditori, care aveau interese comerciale chiar și la Uruk, oraș aflat la peste o sută de mile spre sud, și în Persia, la est. Miile de tăblițe de lut din acea perioadă care s-au păstrat sunt o dovadă a numărului mare de oameni care la un moment dat le-au fost datori celor din familia Egibi. Faptul că familia a prosperat vreme de cinci generații sugerează că de obicei își recupera datoriile.

Nu ar fi chiar corect să spunem că creditul a fost inventat în Mesopotamia antică. Cele mai multe împrumuturi în Babilon nu erau decât niște simple avansuri din partea unor depozite regale sau religioase. Nu se crea credit în sensul modern al cuvântului, despre care vom discuta în acest capitol. Cu toate acestea, a fost un început important. Dacă nu ar fi existat împrumuturile, istoria economică a lumii noastre nu s-ar mai fi urnit din loc. Și fără rețeaua tot mai amplă de relații dintre creditori și debitori, economia globală și astăzi ar stagna. Contrar celebrului cântec din musicalul *Cabaret*, banii nu pun, la propriu, lumea în mișcare, ci pun în mișcare un număr uriaș de oameni, bunuri și servicii pretutindeni în lume.

E remarcabil cât de târziu și de ezitant a prins rădăcini ideea de credit chiar în aceea zonă a lumii unde a înflorit în mod spectaculos.

## Cămătarii

La începutul secolului al XIII-lea nordul Italiei era subîmpărțit în nenumărate orașe-state aflate în conflict. Printre numeroasele moșteniri ale defunctului Imperiu Roman era și un sistem numeric (I, II, III, IV...) ciudat de nepotrivit pentru calcule matematice complexe, ca să nu mai vorbim de necesitățile comerțului. Nicăieri problema asta nu era mai stânjenitoare decât în Pisa, unde neguțătorii trebuiau să lucreze cu șapte tipuri de monede diferite. Prin comparație, viața economică din lumea orientală – din Califatul Abassid sau din China Dinastiei Sung – era cu mult mai avansată decât pe vremea lui Carol cel Mare. Pentru a descoperi finanțele moderne, Europa trebuia să le importe. În acest sens, un rol esențial l-a jucat tânărul matematician Leonardo da Pisa – sau Fibonacci.

Tânărul Fibonacci, fiul unui funcționar vamal care deținea un post în actuala Bejaia din Algeria, fusese fascinat de ceea ce el numea „metoda indiană” în matematici, o combinație de descoperiri indiene și arabe. Introducerea de către el a acestor idei avea să revoluționeze sistemul de calcul european. În prezent el e amintit pentru șirul recurent,

ce îi poartă numele (0, 1, 1, 2, 3, 5, 8, 13, 21...), în care fiecare număr e suma anterioarelor două, iar raportul dintre un număr și cel imediat precedent tinde spre *raportul de aur* (1,618). E un tipar care oglindește unele dintre proprietățile repetitive din lumea naturală (de exemplu, în geometria fractală a frunzei de ferigă sau a cochiliei scoicilor)\* Dar șirul lui Fibonacci era doar una dintre numeroasele idei matematice introduse în Europa prin cartea sa deschizătoare de drumuri *Liber Abaci*, „Cartea abacului”, pe care a publicat-o în 1202. Aici, cititorul va găsi explicația fracțiilor, ca și conceptul de valoare actuală (valoarea de astăzi a scontului unui flux de venituri viitoare)<sup>22</sup>. Mai importantă decât orice a fost introducerea de către Fibonacci a cifrelor indo-arabe. Nu numai că a adus în Europa sistemul zecimal, care face mult mai ușoare toate tipurile de calcul decât în sistemul cifrelor romane, ci a demonstrat și că acesta poate fi folosit în evidența contabilă, în schimbul valutar și, foarte important, la calcularea dobânzii. În mod semnificativ, multe dintre exemplele din *Liber Abaci* sunt mai expresive pentru că sunt menționate ca mărfuri pieile, piperul, brânza, uleiul și mirodeniile. Matematica va fi aplicată pentru a face bani și, în mod deosebit, a împrumuta bani. Un exemplu tipic începe așa :

Un om a împrumutat 100 de livre unei anumite case [a unui negustor] cu o dobândă lunară de patru dinari și în fiecare an a primit înapoi 30 de livre. Să se calculeze pentru fiecare an reducerea capitalului cu cele 30 de livre ridicate și profitul acestora. Să se afle câți ani, câte luni, câte zile și câte ore va avea el bani împrumutați acelei case...

Centre comerciale italiene precum Pisa, orașul natal al lui Fibonacci, sau Florența, aflată nu departe, s-au dovedit a fi soluri fertile pentru astfel de idei financiare. Însă Veneția, mai expusă influențelor orientale, a fost cea care a devenit, mai mult decât celelalte, marele laborator al împrumuturilor. Nu întâmplător cel mai renumit cămătar din literatura occidentală era din Veneția. Povestea lui dezvăluie obstacolele care vreme de secole au împiedicat transformarea teoriilor lui Fibonacci în practică financiară efectivă. Aceste obstacole nu erau de natură economică sau politică, ci culturale.

Piesa lui Shakespeare *Negușătorul din Veneția* se bazează pe o poveste dintr-o carte italiană din secolul al XIV-lea intitulată *Il Pecorone* („Prostul”), o colecție de povestiri și istorioare scrise în 1378 de Giovanni Fiorentino. Într-una dintre povestiri se vorbește despre o femeie bogată care se căsătorește cu un tânăr gentilom integru. Soțul ei are nevoie de bani și, dornic să-l ajute, un prieten se duce la un cămătar ca să împrumute bani pentru el. Ca și evreul Shylock, cămătarul cere drept garanție o livră din carnea acestuia dacă împrumutul nu este restituit la timp. Atunci când Shakespeare a rescris povestea, Shylock, cămătarul evreu, se lasă convins să-i împrumute lui Bassanio, care suferă din dragoste, trei mii de ducăți, dar numai dacă garantează prietenul său Antonio, negușătorul. Cum spune Shylock, Antonio e om „bun” – nu că ar fi deosebit un virtuos, dar se bucură de „suficient” credit. Dar Shylock subliniază că e riscant să le împrumuți bani negușătorilor (sau prietenilor lor). Navele lui Antonio sunt plecate către porturi îndepărtate, una se îndreaptă spre nordul Africii, alta spre India, a treia spre Mexic, o a patra spre Anglia :

\* Șirul lui Fibonacci apare în *Codul lui Da Vinci* – cei mai mulți probabil de acolo au aflat de acesta. Dar acest șir a apărut pentru prima dată sub numele *mātrāmeru* (muntele ritmului), în lucrarea în sanscrită a savantului Pingala.

...averea lui e îndoielnică : o naie se îndreaptă spre Tripoli, o alta spre Indii și am auzit pe Rialto că o a treia e în Mexic, a patra în Anglia și mai are și alte negustorii împrăștiate prin lume. Dar corăbiile-s doar niște scânduri acolo, iar năierii sunt și ei doar niște oameni. Și, precum există șobolani de uscat, există și șobolani de apă și mai sunt și bandiți de apă, ca și bandiți de uscat, adică vreau să spun pirați, și mai pândesc și alte primejdii ale valurilor și vânturilor și stâncilor.

Exact din acest motiv are nevoie de despăgubiri oricine îi împrumută bani unui neguțător, chiar și numai pe durata unei călătorii pe mare. De obicei numim aceste despăgubiri dobândă : adică suma care i se plătește creditorului peste suma împrumutată sau rata de capital. Comerțul exterior de care depindea Veneția nu s-ar fi putut face dacă finanțatorii acestuia nu ar fi fost despăgubiți într-un fel pentru că își riscau banii pe niște scânduri și niște oameni.

Dar de ce se dovedește Shylock a fi așa un ticălos, cerând, la propriu, o livră de carne – adică moartea lui Antonio – dacă acesta nu va putea să-și onoreze obligațiile ? Răspunsul rezidă, bineînțeles, în faptul că Shylock e unul dintre numeroșii cămătari din istorie care aparțin unei minorități etnice. Pe vremea lui Shakespeare, evreii ofereau credit comercial în Veneția de aproape un secol. Își desfășurau afacerile în fața unei clădiri numite cândva Banco Rosso, stând la niște măsuțe – *tavule* –, pe băncuțe – *banci*. Dar Banco Rosso se afla într-un ghetou înghesuit, destul de departe de centrul orașului.

Exista un motiv serios pentru care neguțătorii venețieni trebuiau să vină în ghetoul evreilor dacă voiau să împrumute bani. Să dai bani cu camătă era un păcat, din punctul de vedere al creștinilor. Zarafii – cei care împrumutau bani cu camătă – fuseseră excomunicați de la Conciliul Lateran III în 1179. Fuseseră condamnată drept erezie de Conciliul de la Viena din 1311-1312 chiar și afirmația că nu era păcat să faci cămătărie. Zarafii creștini trebuiau să plătească despăgubiri Bisericii ca să poată fi îngropați în pământ sfințit. Îi detestau mai ales ordinele franciscanilor și dominicanilor, înființate în 1206 și 1212 (exact după publicarea lucrării lui Fibonacci *Liber Abaci*). Nu trebuie subestimată puterea acestui tabu, deși pe vremea lui Shakespeare nu mai era chiar așa de sever<sup>23</sup>

În domul (catedrala) din Florența există o frescă a lui Domenico di Michelino care îl reprezintă pe marele poet florentin Dante Alighieri ținând în mână *Divina Comedie*. Așa cum și-a imaginat Dante în cântul XVII din capodopera sa, în al șaptelea cerc al Infernului există o zonă rezervată special cămătarilor :

Prin ochi zvâcnea durerea lor afară ;  
iar mâinile, drept scut, mereu le mișcă  
de-aprinsa țărână jos, iar sus de pară,

cum face vara câinele morișcă  
acum din labe,-acum din botul lui,  
când muște-ori purici ori tăuni îl pișcă.

La mulți privirea țintă mi-o ținui  
pe-obrajii copti de crâncena lor plagă  
și nu-i puteam cunoaște, dar văzui

că toți aveau la gât câte-o desagă,  
distincte-avându-și semnul și factura,  
iar ei păreau c-o sorb din ochi de dragă\*

\* *Divina Comedie*, în traducerea lui George Coșbuc, ediție îngrijită și comentată de Ramoro Ortiz, Polirom, Iași, 2000, p. 169 (n.tr.).

Nici evreilor nu li se îngăduia să împrumute bani cu camătă. Dar în Deuteronomul din Vechiul Testament există o porțiță convenabilă: „Celui de alt neam să-i dai cu camătă; iar fratelui tău să nu-i dai cu camătă” Cu alte cuvinte, un evreu are, legal, dreptul să-i împrumute bani unui creștin, dar nu și altui evreu. Prețul plătit era excluziunea socială.

În 1492 evreii fuseseră alungați din Spania. Alături de mulți *conversos* (converțiți) portughezi, evreii care erau siliți să se creștineze conform decretului din 1497 s-au refugiat în Imperiul Otoman. Din Constantinopol și alte porturi otomane au stabilit apoi relații comerciale cu Veneția. Prezența evreilor în Veneția datează din 1509, când evreii din Mestre s-au refugiat din pricina războiului Ligii din Cambrai. La început administrația orașului nu a fost de acord să-i accepte pe refugiați, dar curând s-a dovedit că aceștia pot fi o sursă utilă de bani și servicii financiare, întrucât puteau fi siliți să plătească taxe și să dea bani cu împrumut<sup>24</sup>. În 1516 autoritățile venețiene i-au cantonat pe evrei într-o zonă anume din oraș care fusese utilizată ca topitorie și care a ajuns să fie numită *ghetto nuovo* (*getto* însemnând „turnare”). Acolo erau obligați să stea închiși în timpul nopții și de sărbătorile creștine. Cei care rămăneau în Veneția mai mult de două săptămâni trebuiau să poarte pe spate un O galben sau să aibă o pălărie ori un turban galben (mai târziu stacojiu)<sup>25</sup>. Dreptul de ședere era limitat la o anumită perioadă stabilită pe baza unor *condotte* (autorizații) reînnoite o dată la cinci ani<sup>26</sup>. S-a ajuns la o învoială similară în 1541 și cu unii evrei din România, cărora li s-a acordat dreptul de a se stabili în altă enclavă, *ghetto vecchio*. La 1590 în Veneția erau aproximativ 2.500 de evrei. În ghetou s-au ridicat clădiri de șapte etaje pentru a-i găzdui pe nou-veniți.

În secolul al XVI-lea, situația evreilor din Veneția a fost condiționată și vulnerabilă. Când a izbucnit războiul dintre Veneția și Imperiul Otoman, în 1537, Marele Consiliu venețian a ordonat sechestrarea proprietăților „turcilor, ale evreilor și ale altor supuși turci” Un alt război, care a avut loc între 1570 și 1573, a dus la arestarea tuturor evreilor și confiscarea averilor lor, dar după restabilirea păcii aceștia au fost eliberați și averile restituite<sup>27</sup>. Pentru a evita repetarea acestor experiențe, evreii au înaintat o petiție cărmuirii venețiene prin care cereau să li se garanteze libertatea în eventualitatea oricărui altui război. Au avut norocul de a fi reprezentați de Daniel Rodriga, un negustor evreu de origine spaniolă, care s-a dovedit a fi un negociator deosebit de eficient. Zapisul pe care a reușit să-l obțină în 1589 le acorda tuturor evreilor statutul de supuși ai Veneției și le îngăduia să se implice în negoțul cu Levantul – privilegiu de mare valoare – și să-și practice religia în mod deschis. Totuși, se mai păstrau unele restricții importante. Nu li se îngăduia să se organizeze în bresle sau să practice comerțul cu amănuntul, motiv pentru care trebuiau să se limiteze la serviciile financiare, iar toate aceste privilegii puteau fi revocate cu un preaviz de 18 luni. În calitate de cetățeni, evreii aveau acum mai multe șanse de succes în fața unui tribunal din Veneția decât avusese Shylock. De exemplu, în 1623, Leon Voltera l-a dat în judecată pe Antonio della Donna, care garantase pentru un cavaler ce împrumutase ceva de la Voltera și apoi se făcuse nevăzut. În 1636-1637, a reapărut totuși amenințarea cu expulzarea după un scandal de mituire a judecătorilor în care au fost implicați niște evrei<sup>28</sup>.

Deși e o operă de ficțiune, povestea lui Shylock nu e cu totul desprinsă de realitatea din Veneția. Piesa lui Shakespeare ilustrează, într-adevăr, destul de corect trei puncte principale ale procesului de creditare de la începuturile epocii moderne: dreptul creditorului de a impune dobânzi exorbitante în perioada în care piețele creditelor erau în formare; importanța tribunalelor în rezolvarea disputelor financiare fără a se recurge la violență; dar mai ales vulnerabilitatea creditorilor aparținând minorităților în fața reacției violente

a debitorilor care făceau parte din majoritatea etnică. Căci în final, desigur, Shylock e înfrânt. Deși tribunalul îi recunoaște dreptul de a cere livra de carne, legea îi interzice să verse sângele lui Antonio. Iar pentru că este venetic, conform legii, își pierde toate bunurile și chiar și viața pentru că a pus la cale uciderea unui creștin. Nu scapă decât botezându-se. Toți trăiesc fericiți până la adânci bătrâneți – mai puțin Shylock.

*Negușătorul din Veneția* ridică întrebări profunde despre economie și antisemitism. De nu se întâmplă mereu ca datornicii să nu își achite datoriile față de creditori – mai ales atunci când creditorii aparțin unei minorități etnice nu tocmai simpatizate? De ce cei de teapa lui Shylock nu pierd întotdeauna?

Cămătarii, ca și sărmanii care le cad victimă, sunt pretutindeni în jurul nostru. Prosperă în estul Africii, de exemplu. Dar nu e nevoie să călătorim în țările în curs de dezvoltare pentru a înțelege cum funcționează sistemul primitiv al cămătăriei. Conform unui raport din 2007 al Ministerului Comerțului și Industriei, aproximativ 165.000 de familii din Marea Britanie apelează la cămătari ilegali, împrumutând în total până la 40 de milioane de lire sterline anual, dar plătind de trei ori mai mult. Pentru a înțelege de ce cămătarii sunt aproape întotdeauna antipatizați, indiferent de apartenența lor etnică, nu e nevoie decât să faceți o vizită în orașul meu natal, Glasgow. Cartierele sărace din East End sunt de multă vreme cuiburi al cămătarilor. În cartiere ca Shettleston, unde au trăit bunicii mei, vezi obloane metalice la ferestrele locuințelor dărăpănate și graffiti sectare în refugiile stațiilor de autobuz. Cândva, viața economică din Shettleston gravita în jurul veniturilor muncitorilor de la turnătoriile Boyd. Acum se învârt în jurul ajutoarelor de șomaj. Speranța de viață a bărbaților din Shettleston e de aproximativ 64 de ani, cu 13 ani mai puțin decât media din Marea Britanie și egală cu cea din Pakistan, ceea ce înseamnă că un nou-născut de sex masculin nu va trăi teoretic destul de mult pentru a-și primi pensia de la stat.

Astfel de zone defavorizate din Glasgow constituie terenuri de vânătoare perfecte pentru cămătari. În cartierul Hillington, Gerard Law a fost vreme de 20 de ani cămătarul numărul unu. „Biroul” său era taverna Argosy din Paisley Road West, unde își petrecea cea mai mare parte a zilelor lucrătoare, deși nu bea niciodată alcool. Sistemul lui Law era simplu. Cei care împrumutau bani trebuiau să-i dea în schimb carnetul de ajutor social sau cardul de la Oficiul Poștal și el își nota pe caiet termenii tranzacției. Atunci când intra în cont ajutorul de șomaj, Law îi restituia datornicului cardul și aștepta să-și încaseze dobânda. Caietul pe care își nota împrumuturile era destul de primitiv: nota de-a valma tranzacții în care se repetau aceleași 20 sau 30 de nume, alături de care erau trecute sume mai mari sau mai mici: „Al Bărbosul 15”, „Jibber 100”, „Bernadett 150”, „Caffy Piticu 1.210” Rata standard a dobânzii pe care o cerea Law clienților săi era îngrozitoare: 25% pe săptămână. În mod obișnuit, clienți de teapa lui Al Bărbosul împrumutau câte zece lire sterline și îi returnau 12,50 lire (rata de capital plus dobânda) o săptămână mai târziu. Adesea, clienții lui Law nu puteau să-i restituie la timp împrumutul, ceea ce nu este de mirare când unii trebuiau să supraviețuiască cu doar 5,90 lire pe zi. Așa că se împrumutau iar. Curând unii clienți ajungeau să-i datoreze sute sau chiar mii de lire. Nu trebuie să mire rapiditatea cu care erau prinși în capcana datoriilor. 25% pe săptămână înseamnă peste 11 milioane la sută dobândă compusă pe an.

Pe termen foarte lung, rata dobânzilor în Europa tinde să scadă. Atunci de ce unii britanici plătesc astăzi dobânzi de opt cifre la împrumuturi mărunte? Acestea sunt, desigur, un tip de împrumuturi pe care trebuie să fii nebun să nu refuzi să le plătești. Dar

pe unii dintre clienții lui Law nu prea îi ducea capul. Și totuși, existau, evident, motive pentru care și clienții normali socoteau că nu era bine să nu își respecte angajamentele față de el, indiferent cât de exorbitante erau pretențiile acestuia. Ziarul *The Scotsman* relatează: „Din cauza reputației sale, multe dintre victimele lui erau îngrozite de ceea ce ar fi riscat dacă nu îi plăteau la timp”, deși nu e foarte clar dacă Law a recurs vreodată la violență<sup>29</sup>. În spatele oricărui cămătar pândește o amenințare implicită.



Arestarea unui cămătar : Gerard Law este dus de ofițeri din Unitatea de urmărire a cămătăriei ilegale din cadrul poliției din Glasgow

E ușor să-i condamnăm pe cămătari ca fiind imorali și chiar infractori. Pentru comportamentul său, Gerard Law a fost condamnat la zece luni de închisoare. Dar trebuie să încercăm să înțelegem motivația economică a acțiunilor sale. În primul rând, a reușit să profite de faptul că nici o instituție financiară importantă nu le-ar fi acordat credite șomerilor din Shettleston. În al doilea rând, Law a trebuit să fie neîndurător și lacom tocmai pentru că pușinii săi clienți erau în fapt foarte înclinați să nu-și mai plătească datoriile. Dificultatea fundamentală cu care se confruntă un cămătar e că face afaceri la o scară mult prea redusă pentru a-și îngădui să accepte rate mici ale dobânzii. Dar dobânzile mari cresc probabilitatea ca oamenii să nu mai plătească, astfel încât doar intimidarea garantează plata datoriilor. Atunci cum au învățat cămătarii să depășească acest conflict fundamental : dacă sunt prea generoși, atunci pierd bani, dacă sunt prea duri, precum Gerard Law, oamenii cheamă poliția ?

Răspunsul e simplu : dezvoltându-și afacerea cât mai mult și devenind cât mai puternici.



## Nașterea sistemului bancar

Shylock nu a fost, cu siguranță, singurul cămătar care a descoperit slăbiciunea inerentă a creditorului, mai ales atunci când creditorul e de alt neam. La începutul secolului al XIV-lea, lumea finanțelor din Italia era dominată de trei case florentine : Bardi, Peruzzi și Acciaiuoli. Toate trei au fost falimentate în anii 1340 ca rezultat al faptului că doi dintre principalii lor clienți, regele Edward al IV-lea al Angliei și regele Robert al Neapolelui, nu au plătit ce datorau. Dar, dacă aceasta ilustrează slăbiciunea potențială a cămătarilor, ascensiunea casei Medici ilustrează exact contrariul : puterea lor potențială.

Poate nici o altă familie nu și-a lăsat amprenta mai puternic asupra unei epoci ca familia Medici asupra Renașterii. Familia Medici a dat doi papi (Leon al X-lea și Clement al VII-lea), două regine ale Franței (Caterina și Maria), trei duci (de Florența, de Nemours și de Toscana). Iar istoria lor a fost scrisă, așa cum se cuvenea, de Niccolò Machiavelli, cel mai mare teoretician al puterii politice. Cei din această familie au făcut mecenat, sprijinind o întreagă pleiadă de genii, de la Michelangelo la Galilei. Iar moștenirea lor arhitectonică uluitoare îi înconjoară și astăzi pe cei care vizitează Florența. Să ne amintim doar de vila Cafaggiolo, mănăstirea San Marco, bazilica San Lorenzo și palatele spectaculoase ocupate de ducele Cosimo de Medici la mijlocul secolului al XVI-lea : fostul palat Pitti, Palazzo Vecchio, redecorat, și noile clădiri de „oficii” (Uffizi) ale orașului, cu curțile lor amplasate de-a lungul fluviului Arno<sup>30</sup>. Dar care au fost originile acestei splendori ? De unde au apărut banii cu care au fost plătite capodopere precum *Nașterea lui Venus* de Sandro Botticelli ? Răspunsul e simplu : cei din familia Medici se ocupau cu schimbul valutar, fiind membri ai breslei zarafilor (*Arte de Cambio*). Au ajuns să fie numiți bancheri (*banchieri*) pentru că, la fel ca evreii din Veneția, își desfășurau negoțul stând, la propriu, pe niște bănci, în spatele unor măsuțe, în plină stradă. Prima bancă (un termen mai propriu ar fi dugheană) Medici era amplasată lângă palatul Cavalcanti, la intersecția actualelor Via dia Porta Rossa și Via dell'Arte della Lana, la o aruncătură de băț de principala piață de lână din Florența.

S-ar putea argumenta, pe bună dreptate, că, înainte de anii 1390, cei din familia Medici erau mai degrabă bandiți decât bancheri : un clan mărunț, renumit mai mult prin violența sa de joasă speță decât printr-o activitate în domeniul mării finanțe. Între 1343 și 1360 nu mai puțin de cinci membri ai familiei Medici au fost condamnați la moarte pentru crime capitale<sup>31</sup>. Apoi a apărut Giovanni di Bicci de Medici. Și-a stabilit drept țel să transforme familia Medici într-o familie respectabilă. Și, prin muncă asiduă, un trai cumpătat și calcule făcute cu grijă, a reușit.

În 1385 Giovanni a ajuns patronul sucursalei din Roma a băncii conduse de ruda sa, Vieri di Cambio de Medici, un cămătar din Florența. La Roma și-a clădit Giovanni reputația de zaraf. În multe privințe papalitatea era clientul ideal, mai ales datorită diverselor monede care intrau și ieșeau din sipelele Vaticanului. După cum am văzut, era o perioadă în care circulau diferite tipuri de monede, unele din aur, altele din argint, altele chiar din metale comune, așa încât negoțul cu țări îndepărtate sau plata impozitului în aceste ținuturi erau foarte mult complicate de necesitatea de a converti o monedă în alta. Dar Giovanni a intuit că ar avea mai multe șanse în orașul său natal, Florența, unde s-a întors în 1397. În 1420, când i-a transferat controlul asupra băncilor fiului său mai mare, Cosimo, își dezvoltase sucursale ale băncii la Veneția și la Roma ; altele au fost înființate mai apoi la Geneva, Pisa, Londra și Avignon. Giovanni obținuse și cote-părți la două daracuri din Florența.



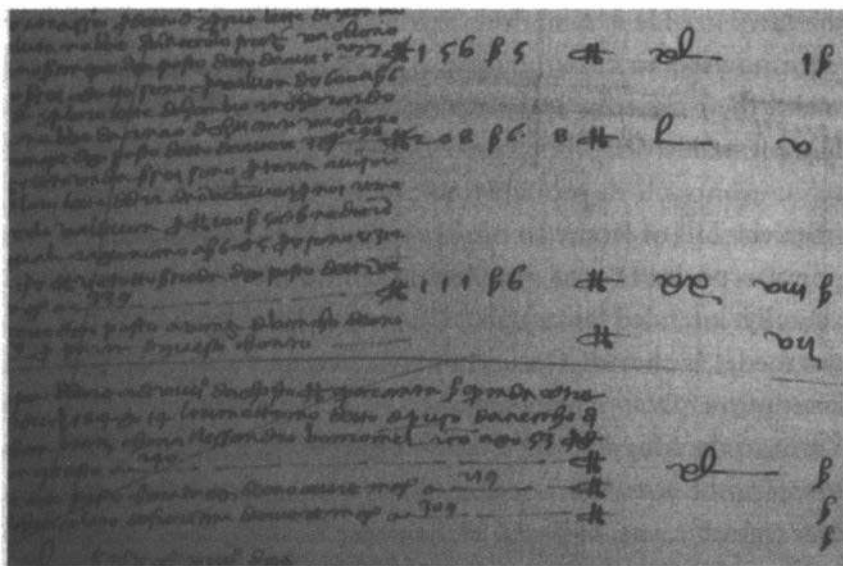
Un bancher pe banca lui : Quentin Massys, *Cămătarul și soția sa* (1514)

La începuturile afacerilor familiei Medici o importanță deosebită aveau cambiile (*cambium per literas*), care se dezvoltaseră în Evul Mediu ca mijloc de finanțare a negoțului<sup>32</sup> Dacă un neguțător îi datora altuia o sumă ce nu putea fi plătită în bani gheață decât după ce se încheia o tranzacție, câteva luni mai târziu, creditorul putea să tragă o trată asupra unui debitor și apoi fie s-o folosească ca mijloc de plată la rândul său, fie să obțină bani cu reducere, pe baza ei, de la un bancher dispus să acționeze ca broker. Chiar dacă împrutarea dobânzii era condamnată de Biserică drept camătă, nimic nu îl împiedica pe un negustor să obțină profituri din astfel de tranzacții. Cam asta era esența afacerilor familiei Medici. Nu existau cecuri ; instrucțiunile erau transmise prin viu grai și înscrise în registrele băncii. Nu exista dobândă ; deponenților li se înmânau niște *discrezione* (proporțional cu profitul anual al firmei) drept compensație pentru faptul că își riscau banii<sup>33</sup>

*Libro segreto* – literal, „cartea secretă”<sup>\*</sup> – a lui Giovanni di Bicci de Medici aruncă o lumină fascinantă asupra propășirii familiei<sup>34</sup> În parte, aceasta era pur și simplu povestea unei contabilități meticuloase. După standardele moderne, acestea aveau, bineînțeles,

\* Sintagma era folosită pentru registre în care erau consemnate câștigul și profiturile, ca și anumite înțelegeri sau contracte importante. Celelalte registre ținute de familia Medici erau *libro di*

anumite imperfecțiuni. Bancherii Medici nu foloseau sistematic metoda dublei înregistrări, deși aceasta era cunoscută la Genova încă din anii 1340<sup>35</sup>. Cu toate acestea, cercetătorul modern nu poate să nu fie impresionat de acuratețea și precizia cu care erau înregistrate conturile în banca Medici. În arhive se află și unele dintre primele balanțe ale băncii Medici, cu rezervele și depozitele aranjate frumos într-o parte (ca pasive sau *vostro*) și împrumuturile către clienți sau cambiile comerciale în cealaltă parte (active sau *nostro*). Nu cei din familia Medici au inventat aceste tehnici, dar ei le-au aplicat pe scară mai largă decât până atunci în Florența. Dar adevăratul secret al succesului familiei Medici a fost nu atât amploarea, cât diversificarea. În vreme ce băncile italiene de dinainte fuseseră niște structuri monolitice, care puteau să cadă din pricina unui singur datornic ce refuza să plătească, banca Medici era constituită din mai multe societăți ce erau legate între ele, fiecare bazându-se pe un contract anume, renegociat cu regularitate. Directorii de sucursale nu erau niște simpli angajați, ci asociați secundari care erau remunerați cu o parte din beneficii. Tocmai această descentralizare a permis băncii Medici să devină atât de profitabilă. Cu un capital în 1402 de circa 20.000 de florini și cel mult 17 angajați, a înregistrat un profit de 151.820 de florini între 1397 și 1420, adică în jur de 6.326 de florini pe an, cu o rată a rentabilității financiare de 32%. Numai sucursala din Roma înregistra curând profituri de peste 30%<sup>36</sup>. Dovada că sistemul funcționa se află în dosarele fiscale ale Florenței, unde sunt înregistrate pagină după pagină activele lui Giovanni di Bicci, totalizând 91.000 de florini<sup>37</sup>.



Detaliu dintr-un registru mare al Băncii Medici

În 1429, când Giovanni se afla pe patul de moarte, ultimele sale cuvinte către moștenitorii lui au fost să mențină standardele perspicacității sale financiare. La înmormântarea sa au fost prezenți 26 de oameni cu numele Medici, toți aducându-i un omagiu celui care a reușit prin forțe proprii să devină *capo della casa*. La momentul în care Pius al II-lea

*entrata-uscita* (registru de venituri și cheltuieli) și *libro dei debitori e creditori* (registru cu debitori și creditori).

a devenit papă, în 1458, fiul lui Giovanni, Cosimo de Medici, reprezenta în fapt statul florentin. Cum spunea însuși papa : „Pricinile politice sunt soluționate în casa lui. Cel pe care-l alege el ajunge la putere... El decide pacea și războiul și stăpânește legea... El este rege în toate, mai puțin cu numele” Suveranii străini erau sfătuiți să comunice personal cu el și să nu își piardă timpul abordând pe altcineva din Florența. Istoricul florentin Francesco Guicciardini nota : „Avea o faimă cum pesemne nu a mai avut nici un supus de la căderea Romei până în zilele noastre” Unul dintre cele mai populare portrete pictate de Botticelli – reprezentând un tânăr de o frumusețe izbitoare – era de fapt menit a fi un omagiu adus unui bancher mort. Efigia de pe medalia din portret e a lui Cosimo de Medici, înconjurat de inscripția *pater patriae* – „părintele patriei” În momentul în care Lorenzo Magnificul, nepotul lui Cosimo, prelua banca, în 1469, fostul clan Soprano devenise clanul Corleone – ba chiar mai mult. Și totul se baza pe sistemul bancar.

Dar tabloul lui Botticelli *Adorația magilor* demonstrează, mai mult decât orice altceva, transfigurarea finanțelor pe care au înfăptuit-o cei din familia Medici. La o examinare atentă, toți cei trei magi sunt din familia Medici : bătrânul care îi spală picioarele pruncului Iisus e Cosimo ; mai jos și puțin la dreapta sunt cei doi fii ai săi, Piero (în costum roșu) și Giovanni (în alb). În această pictură sunt reprezentați și Lorenzo (în veșmânt albastru) și Giuliano, care stă cu mâna pe spadă. Tabloul a fost comandat de șeful Breslei Bancherilor ca omagiu adus familiei. Ar fi trebuit probabil să se cheme mai degrabă *Adorația familiei Medici*. Bancherii, care cândva fuseseră damnați, erau acum aproape de divinitate.

Subjugarea Republicii florentine de către o familie de bancheri superbogați a atras, bineînțeles, și opoziție. Între octombrie 1433 și septembrie 1434 Cosimo și mulți dintre susținătorii săi au fost exilați la Veneția. În 1478 fratele lui Lorenzo, Giuliano, a fost asasinat în încercarea brutală a familiei Pazzi de a pune capăt dominației familiei Medici. Banca a avut și ea de suferit din pricină că Lorenzo a neglijat afacerile în favoarea politicii. Asociați care conduceau sucursalele, precum Francesco Sasseti din Avignon sau Tommaso Portinari din Bruges, au devenit mult mai puternici și mai puțin supravegheați. Banca a devenit tot mai dependentă de atragerea depozitelor ; câștigurile din negoț și din schimbul valutar au devenit mai nesigure. Au început să se facă greșeli costisitoare, cum ar fi împrumuturile acordate de sucursala din Bruges lui Carol Temerarul, ducele de Burgundia, sau de sucursala din Londra regelui Edward al IV-lea, împrumuturi care nu au fost restituite în întregime. Pentru a menține firma pe linia de plutire, Lorenzo a fost nevoit să deturneze fondul Monte delle Dote (un fel de fond mutual din care se plătea zestrea fetelor de măritat)<sup>38</sup>. În cele din urmă, în 1494, în haosul invaziei armatei franceze, familia a fost alungată și toate proprietățile sale confiscate și lichidate. Predicatorul dominican Girolamo Savonarola, acuzând familia Medici de nenorocirile orașului, a cerut un purificator „rug al vanităților”, chemare ce și-a găsit ecou când o gloată a invadat Palazzo Medici și a ars majoritatea registrelor băncii. (Și acum se mai văd urme negre de arsură pe documentele care s-au păstrat.) După cum spusese chiar Lorenzo într-un cântec compus de el în anii 1470 : „Dacă ai norocul să fii fericit, bucură-te/ Fiindcă nu știi ce o să-ți aducă ziua de mâine”.

Și totuși, confruntată cu instigatorul Savonarola și gloata de plebei drept alternativă la dominația familiei Medici, elita celor bogați din Florența a încercat un sentiment de nostalgie după magnifica familie. În 1537 Cosimo de Medici (cel Tânăr, care avea pe atunci 17 ani) a fost chemat la Florența, iar în 1579 a fost creat titlul de mare duce de Toscana. Linia ducală a dăinuit mai bine de două secole, până în 1743. Așa-numitele *palle*

în formă de monede de pe blazonul familiei Medici au menirea de a reaminti mereu originile familiei.

Deși mai încercaseră și alții înaintea lor, cei din familia Medici au fost primii bancheri care au făcut tranziția de la succesul financiar la statutul de putere ereditară. Au reușit pentru că au învățat o lecție esențială : în cazul finanțelor, puțin înseamnă adesea frumos. Reușind să-și facă banca mai mare și mai diversificată decât oricare altă instituție financiară anterioară, au descoperit o modalitate de a diminua riscurile. Iar implicându-se în schimburile valutare, nu doar în activități de creditare, și-au redus vulnerabilitatea la rău-platnici.

Sistemul bancar italian a devenit modelul pentru acele națiuni nord-europene care aveau să înregistreze cel mai remarcabil succes comercial în veacurile următoare, mai ales pentru olandezi și englezi, dar și pentru suedezi. Noul val de inovații financiare va porni din Amsterdam, Londra și Stockholm, acolo unde au apărut pentru prima oară instituțiile care au precedat băncile centrale moderne. În secolul al XVII-lea au fost înființate trei noi instituții distincte care, fiecare în felul ei, erau menite să îndeplinească atât o funcție financiară privată, cât și una publică. Banca de Schimburi din Amsterdam (*Wisselbank*) a început să funcționeze din 1609 pentru a rezolva problemele practice ale negustorilor create de circulația unei multitudini de monede diferite în Provinciile Unite, unde existau nu mai puțin de 14 monedări, precum și cantități impresionante de monede străine. Prin faptul că le-a permis neguțătorilor să-și deschidă conturi într-o monedă standardizată, Banca de Schimburi a inițiat sistemul de cecuri și debități sau transferuri directe care pentru noi astăzi sunt la ordinea zilei. Aceasta a permis încheierea tot mai multor tranzacții comerciale fără a mai fi nevoie ca sumele implicate să se materializeze în monede reale. Un comerciant putea face o plată către altul doar aranjând ca din contul său la bancă să se achite debitul și să se crediteze contul partenerului<sup>39</sup>. Limitările acestui sistem erau generate de faptul că Banca de Schimburi păstra depozitele la vedere în proporție de aproape 100%. Chiar și prin 1760, când depozitele sale erau evaluate la 19 milioane de florini, rezervele sale de metal erau de peste 16 milioane. Așadar, era, practic, imposibil ca banca să rămână în imposibilitatea de a face plăți, pentru că dispunea de suficienți bani lichizi pentru a-i satisface pe aproape toți deponenții, chiar dacă, din anumite motive, toți ar fi vrut să-și lichideze depozitele în același timp. Fără îndoială că, din acest punct de vedere, banca era sigură, numai că sistemul împiedica exercitarea funcției sale principale din perspectiva actuală, și anume acordarea de credit.

Abia peste aproape jumătate de secol, la Stockholm, după ce s-a înființat Stockholms Banco, în 1657, s-a depășit această barieră. Deși îndeplinea aceleași funcții ca și olandeza *Wisselbank*, Banco era menită să fie și *Lanebank*, însemnând că se implica în activități de creditare, dar facilita și plățile comerciale. Pentru că a împrumutat sume mai mari decât rezervele de metal prețios deținute, se poate spune că această bancă a deschis calea pentru ceea ce mai târziu avea să se numească sistem bancar de rezerve fracționare, valorificând faptul că banii lăsați în depozit le puteau fi împrumutați cu profit altor debitori. Întrucât era foarte improbabil ca deponenții să-și ceară în masă banii, doar o fracțiune din banii acestora trebuia păstrată ca rezervă în bancă la un moment dat. Pasivele băncii deveneau astfel depozitele (pentru care plătea dobândă) plus rezervele sale (din care nu putea încasa dobânzi); activele deveneau creditele (din care putea încasa dobânzi).

A treia mare inovație a secolului al XVII-lea a apărut la Londra prin fondarea Băncii Angliei în 1694. Fondată inițial pentru a susține statul în finanțarea războiului (prin conversia unei părți din datoriile guvernului în acțiuni ale băncii), Băncii Angliei i s-au

acordat o seamă de privilegii distincte. Începând din 1709 a fost singura căreia i s-a permis să funcționeze ca bancă de depuneri (vezi capitolul 3) ; iar din 1742 i s-a asigurat poziția dominantă în emisiunea de bancnote, o formă distinctă de bilete la ordin care nu aducea dobânzi, menite a facilita plățile fără ca nici una din părțile implicate în tranzacție să aibă conturi curente.

Pentru a înțelege forța acestor trei inovații, studenții din anul întâi la masterat în administrarea afacerilor de la Harvard Business School joacă un joc simplificat cu banii. Jocul începe cu o bancă centrală fictivă care îi plătește unui profesor, în numele statului căruia i-a oferit servicii de consultanță foarte eficiente, suma de 100 de dolari. Profesorul duce bancnotele la o bancă operată fictiv de unul dintre studenții săi și își face acolo un depozit, primind un formular de depozit. Presupunând, pentru simplificarea operațiunilor, că banca funcționează pe principiul unei rezerve de 10% (ceea ce înseamnă că dorește să mențină la 10% raportul dintre rezerve și totalul obligațiilor), aceasta depune zece dolari la banca centrală și restul de 90 de dolari îi împrumută unuia dintre clienții săi. Până să se decidă ce să facă cu banii, clientul îi depune la altă bancă. Și această bancă are aceeași regulă a rezervelor de 10%, așa că depune nouă dolari la banca centrală și restul de 81 de dolari îi împrumută altui client. După mai multe tranzacții de acest fel, profesorul cere clasei să calculeze creșterea masei monetare. Aceasta îi îngăduie să introducă două dintre definițiile esențiale ale teoriei monetare moderne:  $M_0$  (indice numit și bază monetară sau *numerar în circulație*), care este egal cu totalul obligațiilor băncii centrale, adică lichiditățile plus rezervele băncilor din sectorul privat aflate în depozitul băncii centrale ;  $M_1$  (numit și masă monetară în sens restrâns), care este egal cu numerarul în circulație plus depozitele la vedere. În momentul în care banii au fost depuși în trei bănci ale studenților,  $M_0$  este egal cu 100 de dolari, însă  $M_1$  este egal cu 271 de dolari ( $100 + 90 + 81$  de dolari), demonstrând limpede, deși într-un mod exagerat de simplificat, felul în care sistemul bancar modern cu rezerve fracționare permite acordarea de credit și deci a banilor.

Apoi profesorul îl ia prin surprindere pe primul student, cerându-i cei 100 de dolari. Studentul trebuie să apeleze la rezervele proprii și să-i ceară celui de-al doilea student plata sumei pe care i-a împrumutat-o, declanșând un efect de domino care face ca  $M_1$  să se contracte la fel de repede cum a crescut. Acest exemplu ilustrează pericolul unei retrageri masive dintr-o bancă. Cum prima bancă nu avea decât un singur deponent, cererea lui de a-și retrage banii înseamnă o sumă de zece ori mai mare decât rezervele sale. E limpede că supraviețuirea primului bancher depindea de capacitatea sa de a cere plata sumei împrumutate clientului său, care, la rândul lui, e nevoit să-și retragă întregul depozit din a doua bancă, și așa mai departe. Când au acordat aceste împrumuturi, bancherii ar fi trebuit să se gândească mai bine cât de ușor puteau să-și recupereze banii – de fapt, în esență, o întrebare despre lichiditatea împrumutului.

Trebuie să reținem că definițiile masei monetare au o trăsătură oarecum arbitrară. Unele includeau în  $M_1$  și cecurile de călătorie. La  $M_2$  se adaugă conturile de economii, depozitele pe piața monetară și certificatele de depozit.  $M_3$  e și mai cuprinzător, incluzând și depozitele la termen ale Statelor Unite pe piețe offshore și operațiuni repo între bănci și alți intermediari financiari. Nu trebuie să ne împiedicăm în detalii. Important de reținut e faptul că însăși natura banilor a evoluat și s-a transformat profund într-un mod deosebit de semnificativ odată cu răspândirea în lumea occidentală (a) a tranzacțiilor intrabancare și interbancare prin virament, (b) a sistemului bancar cu rezerve fracționare și (c) a monopolurilor băncilor centrale asupra emisiunii de bancnote. De acum încolo natura banilor nu a mai fost înțeleasă în sensul în care o înțelegeau spaniolii în secolul al XVI-lea,

adică sub forma unui metal prețios care este extras din pământ și topit și din care se bat monede. Acum banii reprezentau suma globală a diferitelor forme de pasive (depozite și rezerve) asumate de bănci. Creditul era, pur și simplu, totalul activelor (împrumuturilor) băncii. O parte din acești bani putea într-adevăr să constea și acum în metal prețios, deși o proporție tot mai importantă a acestuia avea să fie păstrată în seiful băncii centrale. Dar cea mai mare parte o reprezentau acele bancnote și monede divizionare recunoscute drept monedă legală dimpreună cu banii invizibili care existau doar în extrasele de cont de depozit. Inovarea din sectorul financiar a luat argintul inert de la Potosí și l-a transformat în bază a unui sistem monetar modern, în care relațiile dintre debitori și creditori sunt „intermediate” de un număr tot mai mare de instituții numite bănci. Funcția de bază a acestor instituții era acum culegerea de informații și gestionarea riscului. Sursa lor de profituri rezidă în maximizarea diferenței dintre costul pasivelor și câștigurile obținute din activele lor, fără a reduce rezervele la un nivel la care banca să devină vulnerabilă în cazul unor retrageri masive – o criză de încredere în capacitatea băncii de a-i satisface pe deponenți, care duce la escaladarea retragerilor și, în ultimă instanță, la bancrută: adică la ruperea băncii, în sens literal.

E semnificativ faptul că, exact în perioada în care tehnicile bancare italiene erau îmbunătățite în centrele financiare din nordul Europei, în mod cu totul neașteptat, o singură țară a rămas în urmă. Blestemată de abundența de metal prețios, puternica Spanie nu a reușit să-și dezvolte un sistem bancar sofisticat, bazându-se pe negustorii de la Anvers pentru avansuri în numerar pe termen scurt, cu promisiunea rambursării lor în argint. Ideea că banii înseamnă de fapt credit, și nu metal prețios nu a avut trecere la Madrid. Ba chiar coroana spaniolă a ajuns de nu mai puțin de 15 ori să nu mai fie în stare să-și achite datoriile, în parte sau în totalitate, între 1557 și 1696. Cu astfel de antecedente, nici tot argintul de la Potosí nu putea transforma Spania într-o țară fără risc financiar. În lumea modernă, puterea avea să le aparțină bancherilor, nu falișilor.

## Evoluția activității bancare

Istoricii finanțelor nu au ajuns la un consens în ceea ce privește măsura în care dezvoltarea activității bancare de după secolul al XVII-lea i se poate atribui accelerarea creșterii economice care a început în Marea Britanie la sfârșitul secolului al XVIII-lea și apoi s-a răspândit și în Europa Occidentală și în ramificațiile Europei reprezentate de colonizarea pe scară largă a Americii de Nord și a Australasiei<sup>40</sup>. Nu e nici o îndoială că revoluția financiară a precedat revoluția industrială. E adevărat că progresele decisive din fabricația textilă și producerea fierului, care au constituit vârful de lance al revoluției industriale, nu s-au bazat foarte mult pe bănci pentru finanțare<sup>41</sup>. Însă băncile au jucat un rol mai important în industrializarea Europei continentale decât în cea a Angliei. De fapt, ar fi inutil să căutăm o relație cauzală simplistă (instituțiile financiare mai complexe au determinat creșterea economică sau creșterea economică a stimulat dezvoltarea financiară). Pare cât se poate de plauzibil ca aceste două procese să fi fost interdependente și să se fi stimulat unul pe celălalt. Ambele procese au demonstrat un caracter evoluționist distinct, cu transformări periodice (inovații tehnice), cu speciații (crearea unor noi tipuri de firme), cu dezechilibre punctuale (crize determinând care firme aveau să supraviețuiască și care să dispară).

După cum spune Adam Smith, „operarea judicioasă a activității bancare, prin înlocuirea în mare parte a aurului și argintului cu... hârtii bancare a oferit... un fel de... *covor zburător*” În secolul de după publicarea *Avuției națiunilor* (1776) a avut loc o explozie de inovații financiare care au dat naștere la o mare varietate de tipuri de bănci ce au proliferat în Europa și în America de Nord. Cele cu cea mai îndelungată tradiție au fost băncile de scont, care au contribuit la finanțarea comerțului intern și internațional prin scontarea cambiiilor trase de un negustor asupra altuia. Încă pe vremea lui Adam Smith la Londra își aveau sediul o serie de bănci de mare succes, precum Barings, care se specializase în comercializarea serviciilor bancare transatlantice (după cum aveau să fie numite). Din motive legate de reglementare, băncile englezești din această perioadă erau aproape toate în participație particulară, unele specializate în afacerile din City, acea milă pătrată din Londra care de secole constituia centrul finanțelor comerciale, în vreme ce altele s-au specializat în afacerile elitei deținătoare de terenuri. Acestea din urmă erau așa-numitele „*bănci provinciale*”, ale căror ascensiune și decădere depindeau de ascensiunea și decăderea agriculturii britanice.

O diferență esențială între evoluția din natură și evoluția financiară este determinată de rolul a ceea ce ar putea fi numit „planul inteligent” – deși în acest caz elementele ce reglementează procesul sunt fără excepție de natură umană mai degrabă decât divină. Treptat, printr-un îndelungat proces marcat de încercări și erori, Banca Angliei a dezvoltat funcții publice, în schimbul reafirmării în 1826 a monopolului său asupra emisiunii de bancnote, deschizându-și sucursale în provincii și preluând gradual activitatea de emitere de bancnote a băncilor provinciale\* Banca Angliei a ajuns să joace, tot mai mult, un rol central în cadrul tranzacțiilor interbancare. Plățile în compensație datorate de o bancă alteia au început să treacă tot mai mult prin oficiile Băncii Angliei din Threadneedle Street. Iar odată cu renunțarea, în 1833, la legile cămătăriei care limitau rata scontului la cambiile comerciale, Banca Angliei a putut exploata pe deplin avantajul major de a fi cea mai mare bancă din City. Într-o măsură tot mai mare, rata scontului practică de această bancă a fost socotită a fi rata minimă a dobânzii pe termen scurt pentru așa-numita piață monetară (pentru creditele pe termen scurt, mai ales prin scontarea cambiiilor comerciale).

Încă de ani a rămas nerezolvată problema raportului dintre rezervele Băncii și bancnotele puse de ea în circulație. În anii 1840 guvernatorul băncii, J. Horsley Palmer, susținea că rezerva ar trebui în esență regularizată de volumul operațiunilor de scont, atât timp cât o treime din aceasta e formată din monede sau lingouri de aur. Prim-ministrul, sir Robert Peel, s-a arătat suspicios față de această inițiativă, socotind că poate apărea riscul de emitere a unui număr excesiv de bancnote și deci al inflației. Legea bancară a lui Peel din 1844 a împărțit banca în două: un departament bancar, care avea să se ocupe de activitățile comerciale propriu-zise ale băncii, și un departament de emisiuni, având la dispoziție titluri financiare în valoare de 14 milioane de lire sterline și o cantitate nespecificată de monede și lingouri de aur care avea să fluctueze în funcție de balanța comercială dintre Marea Britanie și restul lumii. Așa-numita emisiune fiduciară de bancnote nu trebuia să depășească suma titlurilor de valoare și a rezervelor de aur. Crizele repetate (din 1847, 1857 și 1866) au demonstrat totuși că această prevedere constituia o cămașă de forță excesiv de rigidă; de fiecare dată această lege a trebuit să fie suspendată

\* Tehnic vorbind, monopolul se aplica doar pe o rază de 65 de mile în jurul Londrei și, la fel ca și în secolul al XVIII-lea, băncilor private nu li se interzicea să emită bancnote.



temporar pentru a evita colapsul total al lichidităților\* Abia după ultima dintre aceste crize, care a urmat un curs spectaculos ce a dus la ruinarea băncii Overend, Guerney & Company, Walter Bagehot, directorul revistei *The Economist*, a reformulat adevăratul rol al Băncii Angliei în timpul unei crize drept „creditor de ultimă instanță” : să împrumute liber, deși la o rată de penalizare, pentru a combate crizele de lichidități<sup>42</sup>.

Trebuie să subliniem că Bagehot nu a rezolvat în totalitate problema monetară a epocii victoriene. Nici el și nici alți eminenți teoreticieni din domeniul economiei din secolul al XIX-lea nu au reușit să conteste principiul sacru, instituit în epoca în care sir Isaac Newton era la conducerea monetăriei, care stabilea că o liră sterlină era convertibilă într-o cantitate fixă și imuabilă de aur conform unui raport de trei lire, 17 șilingi și 10,5 penny per uncie de aur. Când citești debaterile din acea vreme despre etalonul aur, înțelegi că, în multe privințe, cei din epoca victoriană erau în aceeași măsură sclavii metalului prețios ca și conchistadorii cu trei secole mai înainte. Baronul Overstone, unul dintre grangurii din City, declara : „Numai metalul prețios înseamnă bani. Bancnotele de hârtie înseamnă bani pentru că reprezintă banii de metal. Altfel, sunt false. Un deponent poate obține metal, dar nu toți ; în concluzie, depozitele nu înseamnă bani”<sup>43</sup> Dacă s-ar fi aderat la acest principiu, iar masa monetară a economiei britanice s-ar fi axat într-adevăr doar pe cantitatea de monedă și lingouri de aur din rezervele Băncii Angliei, creșterea economiei Marii Britanii ar fi fost sufocată cu totul, chiar și ținând cont de impulsul oferit de descoperirea noilor mine de aur din secolul al XIX-lea. Banca Angliei a fost atât de restrictivă în ceea ce privește emisiunea de bancnote, încât rezerva sa metalică a depășit valoarea bancnotelor aflate în circulație de la mijlocul anilor 1890 până la Primul Război Mondial. Expansiunea monetară a fost posibilă doar datorită proliferării unor noi tipuri de bănci, în particular a celor care primeau depozite. După 1858, au fost ridicate restricțiile impuse băncilor care aveau dreptul să funcționeze ca societăți pe acțiuni, netezind calea pentru apariția câtorva mari bănci comerciale ; London & Westminster (fondată în 1833), National Provincial (1834), Birmingham & Midland (1836), Lloyds (1884) și Barclays (1896). Bănci de investiții industriale de felul celor care dăduseră lovitura în Belgia (Société Générale), în Franța (Credit Mobilier) și Germania (Darmstädter und Nationalbank) nu au prosperat prea mult în Anglia după falimentul băncii Overend, Guerney & Company. Necesitatea urgentă nu era ca băncile să cumpere pachete importante de acțiuni ale unor companii industriale ; era nevoie de instituții care să atragă oameni înclinați spre economisire care să vină cu depozitele lor, astfel creându-se o bază în continuă dezvoltare pentru acordarea unor noi împrumuturi de cealaltă parte a balanței.

Un rol deosebit de important în acest proces l-au jucat noile case de economii, care au proliferat la hotarul dintre secole. Pe la 1913 depozitele de la casele de economii ajunseseră la 256 de milioane de lire sterline, cam un sfert din valoarea tuturor depozitelor din Marea Britanie. Activele caselor de economii germane erau de două ori și jumătate mai mari decât ale „marilor bănci” cum ar fi Darmstädter, Deutsche, Dresdner și Disconto-Gesellschaft, care erau mai cunoscute. În concluzie, în ajunul Primului Război Mondial, depozitele rezidenților în băncile britanice totalizau aproape 1,2 miliarde de lire sterline, în comparație cu bancnotele aflate în circulație, care totalizau doar 45,5 milioane

\* Blocajul financiar apare atunci când o firmă nu poate vinde suficiente active pentru a-și acoperi pasivele. Deși are destule active, acestea nu pot fi vândute pentru că există prea puțini cumpărători potențiali. Insolvența este atunci când valoarea pasivelor depășește valoarea activelor. Deosebirea e mai greu de făcut decât se presupune uneori. O firmă aflată în criză de lichidități își poate vinde activele, dar la un preț atât de scăzut, încât poate fi socotită în insolvență.

de lire. De acum banii existau în primul rând în interiorul băncilor, nu la vedere, deși nu uita nimeni de ei.

Deși a existat variație, majoritatea economiilor avansate au urmat în cea mai mare măsură exemplul Marii Britanii în privința reglementărilor referitoare la monopolul băncii centrale asupra stabilirii etalonului aurului și concentrarea acceptării depozitelor de către numai câteva instituții importante. Banque de France a fost înființată în 1800, Reichsbank din Germania în 1875, Banca Japoniei în 1882 și Banca Națională a Elveției în 1907. În Marea Britanie, ca și pe continentul european, au existat puternice tendințe către concentrare, ilustrate prin declinul numărului de bănci provinciale de la un vârf de 755 în 1809 la doar 17 în 1913.

Evoluția finanțelor a fost destul de diferită în Statele Unite. Aici aversiunea legislatorilor față de ideea unor finanțiști atotputernici a determinat eșuarea de două ori a încercării de a înființa o bancă centrală (Prima și a Doua Bancă a Statelor Unite), așa că legislația privind crearea Sistemului de Rezerve Federale a fost aprobată abia în 1913. Până în acel moment, Statele Unite au fost implicate într-un experiment natural cu un sistem bancar complet liber (*free banking*). Legea băncii naționale din 1864 înlăturase în mare măsură barierele în calea creării unor bănci private, iar necesarul de capitalul pentru aceasta era redus după standardele europene. Dar, în același timp, existau obstacole în calea creării unor bănci care să depășească granițele statelor. Efectul combinat al acestor reguli a dus la o creștere a numărului de bănci naționale și acreditate (și reglementate) la nivel statal, în secolul al XIX-lea și la începutul secolului XX, de la mai puțin de 12.000 în 1899 la peste 30.000 în momentul lor de vârf, în 1922. Numărul mare de bănci subcapitalizate au constituit rețeta clasică pentru instabilitatea financiară, așa că în viața economică americană panica a fost o caracteristică statornică – cel mai spectaculos în perioada Marii Depresiuni, când o criză bancară majoră a fost exacerbată, și nu domolită de autoritatea de control financiar care funcționa de vreo 15 ani și ceva. Introducerea garantării depunerilor în 1933 a contribuit mult la reducerea vulnerabilității băncilor americane la retragerile masive. Totuși, sectorul bancar a rămas foarte fragmentat până în 1976, când Maine a devenit cel dintâi stat american care a legalizat activitățile bancare interstatale. Abia în 1993, după criza cooperativelor de creditare (vezi capitolul 5), numărul băncilor naționale a scăzut sub 3.600 pentru prima dată în aproape un secol.

În 1924, după cum se știe, John Maynard Keynes a condamnat etalonul aur drept „o relicvă barbară”. Dar eliberarea banilor creați de bancă de frâna metalului prețios s-a produs lent. Fără îndoială, etalonul aur avea avantajele sale. Stabilitatea cursului de schimb permitea anticiparea prețurilor în comerț și un cost redus al tranzacțiilor, în vreme ce stabilitatea prețurilor pe termen lung avea un rol de ancoră pentru așteptările referitoare la inflație. Funcționarea pe baza etalonului aur se poate să fi redus și costul împrumutului, silind guvernele să aplice politici fiscale și monetare prudente. Datorită dificultății de a ancora monedele de un standard unic bazat pe mărfuri sau chiar unele de altele, guvernării sunt apoi siliți să aleagă între mișcarea liberă a capitalurilor și o politică monetară națională independentă. Nu le pot avea pe amândouă. Ancorarea monedei înseamnă o mai mare volatilitate a ratei dobânzilor pe termen scurt, pentru că banca centrală încearcă să mențină stabil prețul monedei sale în raport cu etalonul. Asta poate însemna deflație, în cazul în care rezerva etalonului e limitată (așa cum între anii 1870 și 1880 rezerva de aur depindea de cerere). Și poate genera crize financiare (așa cum s-a întâmplat în perioada în care a fost reinstituat etalonul aur, după 1929). Prin contrast, un sistem monetar bazat în primul rând pe depozitele bancare și pe cursuri de schimb variabile nu mai e supus acestor

constrângeri. Etalonul aur era muribund de multă vreme, dar puțini i-au plăns moartea atunci când a fost eliminat complet, pe 15 august 1971, ziua în care președintele Richard Nixon a închis și așa-numita „fereastră” a aurului prin care, într-un număr limitat de cazuri, dolarul putea fi schimbat în aur. Începând din acea zi, legătura veche de sute de ani dintre bani și metalul prețios a fost ruptă.

## O națiune falită

Memphis, Tennessee, e faimos pentru pantofii albaștri din piele întoarsă, grătare și falimente. Dacă vrei să înțelegi felul în care bancherii de astăzi – urmașii bancherilor Medici – tratează problema riscului financiar creat de debitori neserioși, atunci în Memphis trebuie să mergeți.

În medie, în Statele Unite există anual între un milion și două milioane de cazuri de faliment, în aproape toate fiind implicați indivizi care preferă să fie declarați insolvabili decât să-și asume obligații greu de gestionat. O proporție izbitor de mare dintre acestea se întâmplă să fie în Tennessee. E remarcabil cât de nedureros pare a fi acest proces în comparație cu ceea ce se întâmplă în Veneția secolului al XVI-lea sau chiar și în unele zone din Glasgow în zilele noastre. Cei mai mulți dintre debitorii din Memphis care au probleme pot să scape de datorii sau măcar să le mai reducă, fără să fie stigmatizați în vreun fel și fără să suporte traume fizice. Una dintre cele mai mari enigme este că economia capitalistă cu cel mai mare succes din lume pare să fie clădită pe fundamentul unui faliment economic foarte ușor.

Când am vizitat orașul Memphis pentru prima oară, la începutul verii din 2007, am fost fascinat de ubicuitatea creditelor ușor de obținut, alături de ușurința cu care puteai ajunge la faliment. Pentru asta a fost suficient să fac o plimbare pe una dintre străzile tipice din apropierea centrului. În primul rând dădeai de malluri și dughene cu fast-food, unde locuitorii statului Tennessee cheltuiesc mulți bani. Chiar alături găseai un „consilier fiscal”, gata să-i ajute pe cei care rămîneau fără bani să obțină creditul de impozitare pentru persoanele cu venituri mici. Am văzut o dugheană care oferea împrumuturi garantate cu mașina și, chiar lângă ea, o companie de credit ipotecar de rang doi, precum și o firmă de decontare a cecurilor care oferea avansuri până la salariu (la o dobândă de 200%), ca să nu mai vorbim de un amanet cît un magazin universal. Foarte la îndemână pentru cei care își puseseră deja drept gaj toate bunurile era un centru de unde puteai închiria mobilă și televizoare ieftine. Iar alături? Un centru de transfuzii, care le oferea câte 55 de dolari donatorilor de sânge. Memphisul modern dă un sens cu totul nou expresiei „a storce până la ultima picătură de sânge” Iar o litră de sânge poate nu e chiar la fel de greu de dat ca o livră de carne, dar ideea pare, în mod descurajant, să fie cam aceeași.

Și totuși, consecințele neplății creditelor la Memphis sunt cu mult mai puțin grave decât pericolul de moarte cu care se confrunta Antonio la Veneția. După centrul de transfuzii, altă oprire a fost biroul lui George Stevenson, unul dintre avocații care își câștigă traiul consiliindu-i pe faliti la tribunalul comercial din Districtul de Vest al statului Tennessee. La momentul vizitei mele în Tennessee, numărul anual de solicitări de înregistrare a falimentului numai în zona Memphis era în jur de 10.000, așa că nu am fost deloc surprins să descopăr îmbulzeala aceea de oameni din tribunalul comercial. Sistemul pare să funcționeze foarte bine. Pe rând, fie individual, fie în cupluri, cei care au ajuns la faliment discută cu avocatul care negociază în numele lor cu creditorii.

Există chiar și un canal prioritar pentru falimente „la urgență”, deși, în general, doar trei din cinci faliti sunt reabilitați (însemnând că s-a ajuns la o înțelegere cu creditorii).

Capacitatea de a ieși din datorii nesustenabile și apoi de a lua de la capăt e una dintre ciudăteniile capitalismului american. Din 1898, orice american are dreptul să invoce capitolul VII (lichidarea) sau XII (reorganizarea personală voluntară). Bogați sau săraci, americanii par să considere falimentul un „drept inviolabil”, aproape la fel de sacru ca dreptul la „viață, libertate și căutarea fericirii” Teoretic, în America legea există pentru a încuraja antreprenoriatul – pentru a facilita crearea unor noi întreprinderi. Și asta înseamnă și să le ofere oamenilor o șansă atunci când planurile lor dau greș, chiar și a doua oară, adică să le ofere celor înclinați să-și asume riscuri ocazia de a învăța prin încercare și eroare până când, în cele din urmă, își dau seama cum se face un milion. La urma urmei, falitul de azi poate fi întreprinzătorul de succes de mâine.

La prima vedere, teoria pare să funcționeze. Mulți dintre cei mai de succes oameni de afaceri americani nu au reușit din prima, inclusiv Henry John Heinz, regele ketchupului, Phineas Barnum, suveranul circuitului, sau Henry Ford, magnatul automobilelor. Toți acești oameni au ajuns până la urmă extrem de bogați, nu în ultimul rând pentru că li s-a dat șansa să încerce, să dea greș și s-o ia de la capăt. Dar, la o examinare mai atentă, ceea ce se petrece în Tennessee e cu totul altceva. Cei care bat culoarele tribunalului comercial din Memphis nu sunt oameni de afaceri care au dat faliment. Sunt doar niște oameni obișnuiți care nu reușesc să-și achite facturile – de multe ori uriașele facturi pentru servicii medicale pe care americanii se pot trezi brusc că trebuie să le achite dacă acestea nu sunt acoperite de asigurări private de sănătate. Poate că falimentul o fi fost menit să ajute întreprinzătorii și afacerile lor, dar astăzi 98 % dintre solicitările de înregistrare a falimentului sunt clasificate ca neavând legătură cu activitatea economică și cam trei sferturi dintre falimentele din Memphis sunt solicitări în baza capitolului XIII, potrivit căruia debitorul este de acord să renunțe parțial sau total la viitoarele sale câștiguri pentru a-și plăti datoriile. Principalul impuls al falimentului pare a fi nu antreprenoriatul, ci îndatorarea. În 2007 îndatorarea consumatorilor din Statele Unite ajunsese la cifra record de 2,5 trilioane de dolari. În 1959 îndatorarea consumatorilor era echivalentul a 16 % din venitul disponibil. Acum este de 24 %\* Una dintre provocările cu care se confruntă astăzi orice istoric al finanțelor e să înțeleagă cauzele acestei explozii a îndatorării populației și să aprecieze care vor fi consecințele probabile dacă, așa cum pare inevitabil, va avea loc o creștere a ratei de faliment în state precum Tennessee.

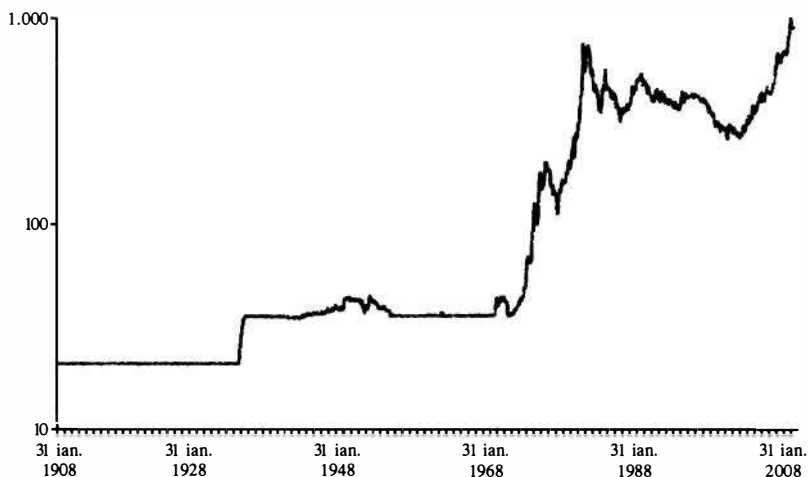
Înainte de a putea răspunde cum se cuvine la aceste întrebări, trebuie să mai introducem și alte componente-cheie ale sistemului financiar: piața obligațiunilor, piața valorilor mobiliare, piața asigurărilor, piața imobiliară, iar extraordinara globalizare a tuturor acestor piețe a avut loc în ultimii 20 de ani. Dar cauza trebuie să se afle în evoluția banilor și a băncilor ale căror pasive reprezintă componenta lor cheie. Realitatea inevitabilă este că ruperea legăturii dintre creația banilor și ancora etalonului metalic a dus la o expansiune monetară fără precedent – și odată cu aceasta și la o perioadă de expansiune a creditului cum nu s-a mai văzut niciodată până acum. Evaluând lichiditatea ca raportul dintre masa monetară și producție\*\* în ultimul secol, e foarte limpede că din anii 1970 tendința a fost ca acest raport să crească, în cazul masei monetare din majoritatea țărilor dezvoltate, de la aproximativ 70 % înainte de închiderea ferestrei aurului la mai bine de 100 % prin 2005<sup>44</sup>

\* În aceeași perioadă datoriile ipotecare au crescut de la 54 % din venitul disponibil la 140 %.

\*\* Raport numit de economiști coeficientul marshallian  $k$ , după economistul Alfred Marshall. Strict vorbind,  $k$  e raportul dintre baza monetară și produsul intern brut nominal.

În zona euro, creșterea a fost deosebit de abruptă, de la puțin peste 60% nu mai departe de 1990 la aproape 90% astăzi. În același timp, băncile din țările în curs de dezvoltare au ajuns treptat să nu mai aibă capital suficient. În Europa capitalul propriu al băncilor e acum echivalent cu mai puțin de 10% din active, în comparație cu aproximativ 25% la începutul secolului XX<sup>45</sup>. Cu alte cuvinte, băncile nu numai că preiau mai multe depozite, ci oferă o mai mare parte din acestea sub formă de credite, minimalizându-și baza de capital. În prezent, activele bancare (cu alte cuvinte, creditele oferite) în economiile dezvoltate ale lumii sunt echivalentul a circa 150% din produsul intern brut combinat al respectivelor țări<sup>46</sup>. Conform Băncii Reglementelor Internaționale, totalul activelor bancare internaționale în decembrie 2006 era echivalentul a circa 29 de trilioane de dolari, adică, în mare, 63% din produsul intern brut la nivel mondial<sup>47</sup>.

Evoluția prețului de închidere al aurului  
(în dolari pe uncie, diagrama), 1908-2008



Și atunci, mai e de mirare că banii au încetat să-și mai mențină valoarea în felul în care se întâmpla în epoca etalonului aur? Bancnota modernă ce reprezintă dolarul și-a dobândit înfățișarea de acum în 1957. De atunci puterea sa de cumpărare, în comparație cu indicele prețului la consumator, a scăzut într-o proporție amețitoare de 87%. Inflația anuală medie în această perioadă a fost de peste 4%, de două ori mai mare decât rata inflației pe care a cunoscut-o Europa în timpul așa-numitei revoluții a prețurilor declanșate de argintul de la Potosí. Cel care și-ar fi schimbat 1.000 de dolari din economii pe aur în 1970, când fereastra etalonului aur încă era întredeschisă, ar fi achiziționat atunci puțin peste 26,6 uncii din prețiosul metal. În momentul în care scriu aceste rânduri, când aurul se vinde cu 1.000 de dolari uncia, și-ar fi putut vinde aurul cu 26.596 de dolari.

O lume fără bani ar fi mai rea, mult mai rea decât cea în care trăim acum. E greșit să-i socotim pe toți cei care dau bani cu împrumut doar niște lipitori care sug sângele nefericiților datornici (așa cum socotea Antonio din piesa lui Shakespeare). Poate cămătarii se mai comportă în acest fel, dar băncile au mai evoluat față de vremea bancherilor Medici (după cum succint spunea și lordul Rothschild al III-lea) exact „pentru a facilita circulația banilor din punctul A, unde se află ei de fapt, în punctul B, unde e nevoie de ei”<sup>48</sup>. Pe scurt, creditul și debitul sunt printre elementele de bază ale dezvoltării economice, la fel

de importante pentru crearea avuției unei națiuni ca și mineritul, producția sau telefonie mobilă. În schimb, sărăcia este doar rareori cauzată direct de isprăvile unor finanțiști rapace. Adesea are de-a face mai mult cu lipsa unor instituții financiare, a băncilor, și nu cu prezența lor. Numai atunci când oameni care au nevoie de credite din zone precum East End din Glasgow vor avea acces la rețele eficiente de creditare vor putea scăpa din ghearele cămătarilor ; numai atunci când cei care economisesc își vor putea depune banii la o bancă de încredere, acești bani vor putea fi canalizați de la cei pasivi la cei harnici (sau de la cei economi la risipitori).

Evoluția activității bancare a fost deci primul pas esențial în ascensiunea banilor. Criza financiară care a început în august 2007 nu prea a avut legătură cu împrumuturile tradiționale și, de fapt, nici falimentul acestora, care (datorită unei modificări a legislației) s-a diminuat în 2007. Cauza sa primordială au constituit-o ascensiunea și prăbușirea „împrumuturilor securitizate”, care au permis băncilor să inițieze credite, iar apoi să le prezinte într-o formă nouă și să le vândă mai departe. Iar acest lucru a fost posibil doar pentru că ascensiunea băncilor a fost urmată de ascensiunea celui de-al doilea stâlp important al fiscalității moderne : piața obligațiunilor.

## Capitolul 2

# Robia obligațiunilor

În primele o sută de zile ale mandatului președintelui Bill Clinton, James Carville, șeful său de campanie, a făcut o remarcă anecdotică. El mărturisea pentru *The Wall Street Journal*: „Mai demult mă gândeam că, dacă există reîncarnare, aş dori să revin în postura de președinte, papă ori vedetă de baseball. Însă acum aş dori să mă reîncarnez drept piață de obligațiuni. Poți intimida pe oricine”. Spre surprinderea sa, prețul obligațiunilor a crescut în urma alegerilor din noiembrie, evoluție care de fapt a precedat discursul președintelui în care acesta a susținut reducerea deficitului federal. „Cu piața asta a investițiilor nu e de glumit”, mărturisea Lloyd Bentsen, secretarul Trezoreriei. „Efortul [președintelui] este oare credibil? Administrația va persevera în susținerea inițiativei? Așa s-a considerat.” Alan Greenspan, secretarul Rezervelor Federale, socotea că, dacă prețul obligațiunilor va continua să crească, acesta va fi „de departe cel mai puternic stimulent [economic] la care mă pot gândi”<sup>1</sup> Oare ce îi poate face pe niște funcționari publici să vorbească cu atâta respect, ba chiar venerație, despre o piață pe care se vând și se cumpără înscrisuri cambiale ale statului?

După acordarea creditelor de către bănci, nașterea obligațiunii a fost a doua mare revoluție în ascensiunea banilor. Statele (și marile corporații) emit obligațiuni ca mijloc de a împrumuta bani de la un segment mai larg al populației sau instituțiilor, nu doar de la bănci. Să luăm exemplul unei obligațiuni pe zece ani a statului japonez cu o valoare nominală de 100.000 de yen și o rată fixă a dobânzii sau un „*cupon*” de 1,5% – o părticică din muntele de 838 de trilioane de yen ai datoriei publice pe care a acumulat-o Japonia, mai ales începând din anii 1980. Obligațiunea implică promisiunea statului japonez de a-i plăti anual 1,5% din cei 100.000 de yen vreme de zece ani oricărui deținător al obligațiunii respective. Cel care a cumpărat inițial obligațiunea are dreptul s-o vândă oricui pofteste și la orice preț stabilit de piață. La momentul în care scriu aceste rânduri, prețul a ajuns la 102.333 de yen. De ce? Pentru că așa spune atotputernica piață a obligațiunilor.

De la începuturile sale modeste din vremea orașelor-state din nordul Italiei de acum opt sute de ani, piața obligațiunilor a ajuns la dimensiuni uriașe. Valoarea totală a obligațiunilor tranzacționate astăzi la nivel internațional e în jur de 18 trilioane de dolari. Valoarea obligațiunilor tranzacționate intern (precum obligațiunile japoneze deținute de investitori japonezi) a ajuns la amețitoarea sumă de 50 de trilioane de dolari. Fie că ne place, fie că nu (și mulți dintre noi nici măcar nu au habar de asta), suntem cu toții afectați de piața obligațiunilor în două moduri foarte importante. În primul rând, o mare parte din banii pe care îi punem deoparte pentru bătrânețe ajung să fie investiți pe piața obligațiunilor. În al doilea rând, din pricina dimensiunilor ei imense și deoarece guvernele țărilor mari sunt socotite cei mai de încredere debitori, tocmai piața obligațiunilor e cea care stabilește ratele dobânzilor pe termen lung pentru economie în totalitatea ei. Atunci



Obligațiuni de stat japoneze pe zece ani, cu tot cu cupoane

când prețurile obligațiunilor scad, ratele dobânzilor cresc, cu consecințe dureroase pentru toți debitorii. Mecanismul după care funcționează este următorul. Cineva are 100.000 de yen pe care dorește să-i economisească. Dacă achiziționează o obligațiune de 100.000 de yen, își păstrează capitalul la loc sigur și primește și o dobândă regulată. Mai exact, obligațiunea aduce o rată fixă sau un „*coupon*” de 1,5% adică 1.500 de yen pe an în cazul unei obligațiuni de 100.000 de yen. Dar rata dobânzii pe *piață* sau randamentul curent se află calculând cât la sută din prețul pieței, care este acum de 102.333 de yen, este valoarea cuponului: 1.500 înseamnă 1,47% din 102.333\* Acum să ne imaginăm un scenariu în care piața obligațiunilor e cuprinsă de panică din pricina datoriei imense a statului japonez. Să presupunem că unii investitori au început să-și facă griji că Japonia s-ar putea să nu mai fie în stare să achite plățile anuale la care s-a angajat. Sau să presupunem că a început să-i îngrijoreze sănătatea monedei japoneze, a yenului, în care sunt evaluate obligațiunile și în care sunt plătite dobânzile. În astfel de circumstanțe, valoarea obligațiunilor ar scădea din pricină că unii investitori stresați ar vinde la preț redus. Nu s-ar găsi cumpărători decât la un preț suficient de scăzut ca să compenseze riscul sporit ca Japonia să intre în imposibilitate de plată sau ca moneda japoneză să se deprecieze. Să ne imaginăm că obligațiunea noastră a scăzut la valoarea de 80.000 de yen. Atunci randamentul ar fi de 1,88%, procentul reprezentat de 1.500 din 80.000.

\* Aceasta nu trebuie confundată cu randamentul până la scadență, care ține cont de perioada care trece până când obligațiunea este răscumpărată la valoarea ei nominală de statul care a emis-o.



Dintr-o singură lovitură, ratele dobânzilor pe termen lung pentru economia japoneză în întregul ei a crescut cu două cincimi de procent, de la 1,47% la 1,88%. Cei care au investit în obligațiuni pentru pensie înainte de mișcările de pe piață ar fi în pierdere cu 22%, deoarece capitalul lor ar scădea proporțional cu prețul obligațiunii. Iar cei care ar vrea să facă un credit ipotecar după mișcarea de pe piață ar descoperi că trebuie să plătească cu cel puțin 0,41% (cum se spune pe piață, cu 41 puncte de bază) mai mult pe an. După cum spunea Bill Gross, care administrează cel mai mare fond de investiții în obligațiuni din lume la Pacific Investment Management Company (PIMCO), „piețele obligațiunilor dețin putere pentru că reprezintă fundamentul tuturor piețelor. Costul creditului, rata dobânzii [la o obligațiune-martor], în cele din urmă determină valoarea mărfurilor, a caselor, a tuturor categoriilor de active”.

Din punctul de vedere al unui om politic, piața obligațiunilor e puternică pentru că oferă o evaluare zilnică a credibilității politicilor fiscale și monetare ale fiecărui guvern. Dar adevărata sa putere stă în capacitatea ei de a pedepsi un guvern prin costuri mai mari ale îndatorării. Chiar și o creștere cu doar jumătate de punct procentual poate dăuna unui guvern care gestionează un deficit, adăugând și rate mai mari de rambursare la cheltuielile sale și așa foarte mari. Ca și în atâtea alte relații financiare, există și un circuit de reacție. Cu cât sunt mai mari plățile dobânzii, cu atât crește și deficitul. Piața obligațiunilor ridică și mai mult din sprânceană. Obligațiunile se vând din nou la preț redus. Ratele dobânzilor cresc din nou. Și așa mai departe. Mai devreme sau mai târziu guvernul se trezește în fața a trei alternative dificile. Decide să nu mai plătească o parte a datoriilor, realizând lucrul de care se temea cel mai mult piața obligațiunilor? Sau, pentru a liniști piața obligațiunilor, își reduce cheltuielile în alte domenii, ridicându-și împotriva electoratul sau anumite grupuri de interese? Sau încearcă să reducă deficitul prin creșterea impozitelor? Piața obligațiunilor a început prin înlesnirea datoriei publice. Dar, într-o perioadă de criză, poate ajunge să dicteze politica guvernului.

Ei bine, prin ce mijloace „domnul Bond”\* de care discutăm aici a ajuns cu mult mai puternic decât domnul Bond al lui Ian Fleming? Și, într-adevăr, de ce ambii domni Bond au primit permis pentru crimă?

## Munți de datorii

Filosoful grec Heraclit spunea: „Războiul e părintele tuturor lucrurilor”. Cu siguranță, este părintele pieței obligațiunilor. În extraordinara gravură *Bătălia pentru bani* a lui Pieter van der Heyden, pușculițe, pungi cu bani, poloboace cu monede și lăzi cu comori – majoritatea înarmate până în dinți cu săbii, cuțite și lănci – se atacă unele pe altele într-o încăierare haotică. Versurile gravate în olandeză dedesubt glăsuiesc: „Toată zarva și bătălia-i pentru bani și avuții” Dar s-ar fi putut la fel de bine adăuga la inscripția aceea: „Bătălia e posibilă doar dacă faci rost de banii necesari ca s-o plătești”. Capacitatea de a finanța un război prin intermediul unei piețe a datoriilor publice a fost, ca atâtea altele din istoria finanțelor, o invenție a Renașterii italiene.

În cea mai mare parte a secolelor XIV-XV, orașele-state medievale din Toscana – Florența, Pisa și Siena – s-au aflat mai mereu în război unul cu celălalt sau cu alte orașe italiene. Acest război era purtat în aceeași măsură de bani, ca și de oameni. În loc să le ceară propriilor cetățeni să se implice în treaba murdară a războiului, fiecare oraș angaja

\* Joc de cuvinte intraductibil – *bond* înseamnă „obligațiune” în limba engleză (n.tr.).

niște întreprinzători militari (*condottieri*) care, la rândul lor, recrutau armate pentru a anexa terenuri și a jefui avuții de la rivalii săi. Printre condottierii anilor 1360 și 1370 a fost unul care s-a remarcat în mod deosebit. Figura lui impozantă poate fi văzută și astăzi pe pereții domului din Florența, o frescă inițial comandată de cetățenii recunoscători ai Florenței ca omagiu adus acestei „căpetenii fără seamăn”. Oricât ar părea de neverosimil, această căpetenie de mercenari era de fapt din Essex, născut și crescut în Sible Hedingham. Sir John Hawkwood a luptat cu atâta iscusință în numele lor, încât italienii l-au numit *Giovanni Acuto*, Ioan cel Ager. Castello di Montecchio, din apropierea Florenței, a fost unul dintre numeroasele imobile pe care i le-au oferit florentinii ca răsplată pentru serviciile sale. Dar Hawkwood era un mercenar, dispus să lupte pentru oricine îl plătea, inclusiv pentru orașele Milano, Padova, Pisa sau pentru papă. Niște fresce impresionante din Palazzo Vecchio din Florența înfățișează ciocnirea dintre armatele Pisei și Florenței, în timpul războiului din 1364, într-o perioadă în care Hawkwood lupta pentru Pisa. Cincisprezece ani mai târziu, lupta pentru Florența, iar restul carierei sale s-a pus în slujba acestui oraș. De ce? Pentru că la Florența erau banii.



Pieter van der Heyden după Pieter Brueghel cel Bătrân, *Bătălia pentru bani*, după 1570.  
Inscripția în olandeză spune: „Toată zarva și bătălia sunt numai pentru bani și avuții”

Costurile nesfârșitelor războaie aruncaseră orașele-state ale Italiei în criză. Chiar și în anii de pace, cheltuielile erau de două ori mai mari decât veniturile din impozite. Florența era sufocată de deficite pentru a-i plăti pe cei ca Hawkwood. În documentele din Arhivele de Stat ale Toscanei se poate vedea cum povara datoriilor a crescut de o sută de ori, de la 50.000 de florini la începutul secolului al XIV-lea la cinci milioane prin 1427<sup>2</sup>. Era, pe drept cuvânt, un munte de datorii, de unde și numele: *monte commune* sau muntele de datorii comune<sup>3</sup>. La începutul secolului al XV-lea, împrumuturile însemnau aproape 70% din veniturile orașului. „*Muntele*” era echivalentul a mai bine de jumătate din producția anuală a economiei Florenței.

De unde ar fi putut florentinii să împrumute o sumă atât de mare? Răspunsul e: chiar de la ei. În loc să plătească un impozit funciar, cetățenii bogați erau obligați efectiv să împrumute bani celor care le cârmuiau orașul. În schimbul acestor împrumuturi forțate (*prestanze*), primeau o dobândă. Tehnic vorbind, asta nu însemna camătă (și am văzut că era interzisă de Biserică), întrucât împrumuturile acestea erau obligatorii; plățile dobânzilor puteau să se împace cu legile canonice, fiind socotită o compensare (*damnum emergens*) a costurilor reale sau prezumtive generate de investițiile obligatorii. După cum spunea Hostiensis (Enrico) da Susa prin 1270:

Dacă un neguțător, care se îndeletnicește cu vânzarea și negoțul prin târguri și de acolo are câștiguri, din filotimie față de mine pentru că sunt în mare nevoie, mi-ar da cu împrumut niște bani cu care, altfel, ar fi făcut alte daravere, atunci eu i-aș rămâne dator să-i plătesc *interesse*...<sup>4</sup>

O trăsătură crucială a sistemului florentin era că astfel de împrumuturi le puteau fi vândute altor cetățeni dacă un investitor avea nevoie de numerar; cu alte cuvinte, acestea reprezentau niște active relativ lichide, deși pe vremea aceea obligațiunile nu însemnau decât vreo câteva rânduri într-un registru mare legat în piele.

La vremea aceea, Florența își transformase, de fapt, cetățenii în cei mai importanți investitori ai săi. La începutul secolului al XIV-lea, două treimi dintre familiile din oraș au contribuit în acest fel la finanțarea datoriei publice, deși grosul cotizațiilor reveneau unei minorități de câteva mii de oameni bogați<sup>5</sup>. Înregistrările familiei Medici în „Ruolo delle prestanze” dovedesc nu numai dimensiunea avuției lor la acel moment, ci și dimensiunea contribuției lor la cuferele orașului-stat. Unul dintre motivele pentru care acest sistem funcționa atât de bine era că familia Medici și alte câteva familii bogate controlau de asemenea și conducerea orașului și deci și finanțele sale. Această structură de putere oligarhică asigura pieței obligațiunilor un solid fundament politic. Spre deosebire de o monarhie ereditară, căreia nu i se putea cere socoteală și care putea în mod arbitrar să nu-și respecte promisiunea de a-și plăti creditorii, cei ce emiteau obligațiunile la Florența erau în mare măsură chiar cei care le cumpărau. Deloc surprinzător, aveau așadar un interes major să li se plătească dobânda.

Cu toate acestea, numărul de războaie mai mult sau mai puțin neproductive care puteau fi purtate în acest fel era limitat. Cu cât datoriile orașelor italiene creșteau, cu atât mai multe obligațiuni erau emise; și, cu cât emiteau mai multe obligațiuni, cu atât creștea și riscul să nu-și poată onora angajamentele. De fapt Venetia pusese la punct un sistem al datoriei publice încă dinaintea Florenței, la sfârșitul secolului al XII-lea. *Monte vecchio* (Vechiul Munte), numele sub care era cunoscut debitul consolidat, a jucat un rol-cheie în finanțarea războaielor din secolul al XIV-lea cu Genova și alți rivali. Un nou munte de datorii s-a înălțat după îndelungatul război cu turcii care a făcut ravagii între 1463 și 1479: *monte nuovo*<sup>6</sup>. Investitorii primeau dobândă anuală de 5%, plătită de două ori pe an prin diferitele accize (percepute pentru diverse bunuri de consum cum ar fi sarea). La fel ca acele *prestanze* florentine, și așa-numitele *prestiti* din Venetia erau niște împrumuturi forțate, dar exista și o a doua piață care le dădea posibilitatea investitorilor să-și vândă obligațiunile altor investitori și să primească numerar<sup>7</sup>. Dar la sfârșitul secolului al XV-lea, venețienii au suferit o serie de înfrângeri militare ce au slăbit considerabil piața acestor *prestiti*. După ce au fost cotate la 80% (cu 20% mai puțin decât valoarea lor nominală) în 1497, obligațiunile venețiene din *monte nuovo* valorau doar 52% pe la 1500, au revenit la 75% la sfârșitul anului 1502, apoi s-au prăbușit de la 102% la 40% în 1509. La cele mai scăzute niveluri dintre anii 1509 și 1529, *monte vecchio* se vindeau la doar 3%, iar *monte nuovo* la 10%<sup>8</sup>.

Ei bine, cumpărând o obligațiune guvernamentală în vreme de război, îți asumi, bineînțeles, un risc, riscul ca statul să nu îți plătească dobânda. În același timp, trebuie să ne amintim că dobânda este plătită la valoarea nominală a obligațiunii, așa încât, cumpărând o obligațiune de 5% cu doar 10% din valoarea ei nominală, poți câștiga un profit frumușel de 50%. În esență, te aștepti la un câștig proporțional cu riscul pe care ești gata să ți-l asumi. În același timp, după cum am văzut, piața obligațiunilor e cea care stabilește ratele dobânzilor pentru economie ca întreg. Dacă statul are de plătit 50%, chiar și un comerciant de încredere ce are datorii va plăti probabil un fel de primă de război. Nu e o coincidență faptul că în anul 1499, pe când Veneția se lupta pe uscat cu Lombardia și pe mare cu Imperiul Otoman, a avut loc o criză financiară severă în momentul în care valoarea obligațiunilor a scăzut foarte mult, iar ratele dobânzilor au crescut<sup>9</sup>. În același fel, debandada de pe piața obligațiunilor din 1509 a fost rezultatul direct al înfrângerii armatelor venețiene la Agnadello. În fiecare caz rezultatul a fost același: afacerile au fost sistate.

Nu numai orașele-state italiene au contribuit la ascensiunea pieței obligațiunilor. Și în nordul Europei, sistemele de organizare urbane se luptau cu problema finanțării deficitelor lor fără să intre în conflict cu Biserica. Aici s-a ajuns la o soluție oarecum diferită. Deși interziceau perceperea unei dobânzi la un împrumut (*mutuum*), legile împotriva cămătăriei nu se aplicau la contractele medievale cunoscute sub numele *census*, care îngăduiau unei părți să cumpere o serie de plăți anuale de la cealaltă parte. În secolul al XIII-lea, astfel de anuități au început să fie emise de orașele din nordul Franței, precum Douai și Calais, și de unele orașe din Flandra, cum ar fi Gent. Acestea luau două forme: *rentes héritables* sau *erfelijkrenten*, fluxuri de venituri perpetue pe care cumpărătorul le putea transmite moștenitorilor; *rentes viagères* sau *lijfrenten*, care erau valabile doar până la moartea cumpărătorului. Vânzătorul, dar nu și cumpărătorul avea dreptul de a răscumpăra această *rente* rambursând suma. Pe la mijlocul secolului al XVI-lea, vânzarea de anuități ajunsese la 7% din veniturile provinciei Olanda<sup>10</sup>.

Atât coroana franceză, cât și cea spaniolă au încercat să facă rost de bani în același fel, dar erau nevoite să folosească orașele ca intermediari. În cazul Franței, fondurile erau strânse în numele monarhiei de așa-numitul *hôtel de ville* din Paris; în cazul Spaniei, așa-numitele *juros* regale trebuiau să fie tranzacționate prin Casa di San Giorgio din Genova (un consorțiu privat care a cumpărat dreptul de a colecta taxele orașului) și acele *beurs* din Anvers, premergătoare bursei moderne. Numai că aceia care investeau în datoriile caselor regale trebuiau să fie cu mare băgare de seamă. În vreme ce pentru orașe, datorită formelor lor de conducere oligarhică și datoriilor de pe plan local, existau mijloace de a le face să-și respecte promisiunile, acestea nu mai erau valabile în cazul monarhiilor absoluți. Așa cum am văzut în capitolul 1, în secolele XVI-XVII, coroana spaniolă și-a încălcat obligațiile în repetate rânduri, suspendând parțial sau total plățile către creditorii în 1557, 1560, 1575, 1596, 1607, 1627, 1647, 1652 și 1662<sup>11</sup>.

În parte, cauza jenei financiare a Spaniei au reprezentat-o costurile extrem de mari ale încercării zadarnice de a supune provinciile rebele din nordul Țărilor de Jos, a căror revoltă împotriva dominației spaniole a constituit un moment de cotitură al istoriei și finanțelor lor. Provinciile Unite, cu instituțiile lor republicane, au combinat avantajele orașului-stat cu cele ale statului-națiune. Au reușit să-și finanțeze războaiele dezvoltând Amsterdamul ca piață pentru o întreagă gamă de noi tipuri de instrumente financiare: nu numai rente viagere sau anuități perpetue, ci și împrumuturi de loterie (prin care investitorii cumpărau niște șanse mici de a rentabilitate ridicată). Pe la 1650 existau mai

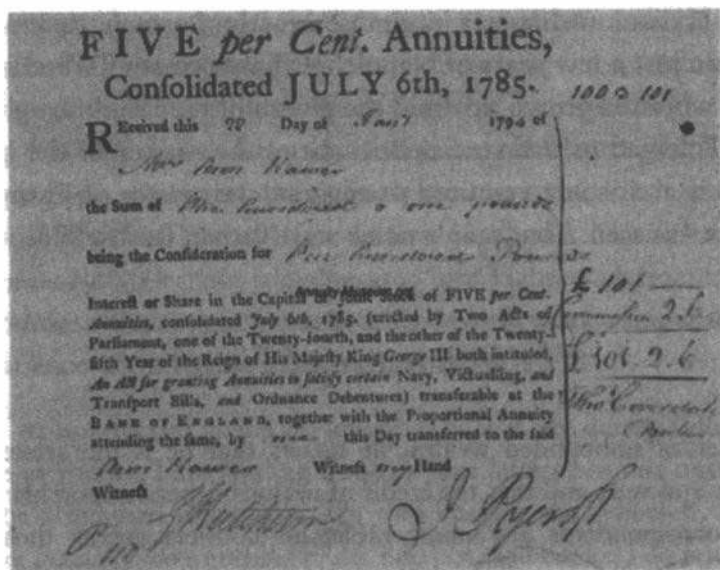
bine de 65.000 de *rentiers* olandezi, oameni care își investiseră capitalul în unul sau mai multe dintre aceste instrumente de debit, contribuind astfel la finanțarea îndelungatei lupte a Olandei pentru păstrarea independenței sale. Pe măsură ce olandezii au trecut de la autoapărare la expansiune imperială, muntele lor de datorii s-a înălțat destul de mult, de la 50 de milioane de guldeni în 1632 la 250 de milioane în 1752. Și totuși, randamentul obligațiunilor olandeze au scăzut constant, până la un minimum de 2,5% în 1747 – semn că acum nu numai că exista o abundență de capital în Provinciile Unite, ci și că investitorii nu mai aveau nici o teamă că autoritățile olandeze s-ar putea să nu-și onoreze obligațiile<sup>12</sup>.

Odată cu Revoluția Glorioasă din 1688, care l-a alungat de la tron pe James al II-lea în favoarea prințului de Orania, un olandez protestant, cele de mai sus și alte inovații au trecut și ele Canalul Mânecii, de la Amsterdam la Londra. Sistemul fiscal englezesc era deja semnificativ diferit de cel al monarhiilor de pe continent. Terenurile deținute de coroană fuseseră vândute în pierdere cu mult înaintea altor state, sporindu-se puterea parlamentelor de a controla cheltuielile casei regale într-o perioadă când pe teritoriile Spaniei, Franței și Germaniei puterea acestora era tot mai slabă. Exista deja o tendință vizibilă în direcția unui serviciu civil profesionist, bazat pe salarii, și nu pe delapidare. Revoluția Glorioasă a accentuat această deosebire. Gata cu încălcările regulate ale obligațiilor (cazul *Stop of Exchequer* din 1672, când Carol al II-lea, înglodat în datorii, suspendase plata datoriilor sale, era încă proaspăt în memoria investitorilor din Londra). Gata cu devalorizările monedelor emise și controlate de stat, mai ales după adoptarea etalonului aur, în 1717. Parlamentul avea să controleze cheltuielile coroanei regale. În plus, avea să se facă un efort susținut de a consolidat diferențele datorii ale Dinastiei Stuart acumulate de-a lungul anilor, proces care a culminat cu crearea de către sir Henry Pelham, în 1749, a Fondului Consolidat<sup>\*13</sup>. Era o direcție total opusă față de cea urmată în domeniul financiar de Franța, unde încălcările obligațiilor de plată au continuat să se repete cu regularitate; funcțiile erau scoase la mezat pentru a se face rost de bani, și nu pentru a se completa cu personal serviciul public; colectarea impozitelor a fost privatizată sau subcontractată; bugete nu existau decât rareori și erau aproape de neînțeles; Stările Generale (un fel de parlament incipient în Franța) nu se mai întruneau deloc; și controlorii generali ai finanțelor se chinuiau să facă rost de bani emițând *rentes* și *tontines* (anuități vândute supraviețuitorilor din cadrul unor asociații) în niște condiții exagerat de generoase pentru investitori<sup>14</sup>. La mijlocul secolului al XVIII-lea, la Londra funcționa o înfloritoare piață a obligațiunilor, în care acele *consols* guvernamentale erau forma dominantă de hârtii de valoare tranzacționate, obligațiuni foarte ușor transformabile în numerar – cu alte cuvinte, ușor de vândut – și atrăgătoare pentru investitorii străini (în special olandezi)<sup>15</sup>. Dimpotrivă, la Paris, lucrurile stăteau cu totul altfel. Era o divergență financiară care se va dovedi a avea consecințe politice profunde.

Deoarece a fost fără îndoială cea mai de succes obligațiune emisă vreodată, merită să ne oprim puțin pentru a analiza mai atent faimoasa obligațiune britanică (*consol*). La sfârșitul secolului al XVIII-lea se putea investi în două tipuri: cele cu cupon de 3% și cele cu cupon de 5%. În rest erau identice, prin faptul că erau obligațiuni permanente, fără dată fixă de scadență, care puteau fi răscumpărate de guvern doar dacă prețul lor de piață era egal cu valoarea lor nominală sau mai mare (paritate). Ilustrația de mai jos reprezintă o obligațiune tipică, o chitanță parțial tipărită, parțial scrisă de mână, consemnând suma investită, valoarea nominală a certificatului, numele investitorului și data:

\* De unde numele *consols* pentru noile obligațiuni guvernamentale britanice standardizate.

Am primit în această zi de 22 ianuarie 1796 de la doamna Anna Hawes suma de una sută una lire însemnând suma plătită pentru o sută de lire dobânda sau o parte de capital sau din fondul social al anuităților de 5%, consolidat la 6 iulie 1785... transferabil la Banca Angliei...



O obligațiune *consol* de 5% cumpărată de Anna Hawes în ianuarie 1796

Datorită faptului că plătise 101 lire pentru o rentă viageră de 100 de lire, doamna Hawes își asigurase un randament anual al investiției sale de 4,95%. Nu era un momentul tocmai potrivit pentru investiții. În luna aprilie a celui an s-a înregistrat prima victorie, la Montenotte, a unei armate franceze conduse de un tânăr corsican, Napoleon Bonaparte. În mai a ieșit învingător și la Lodi. În următoarele două decenii, acest om avea să reprezinte o amenințare mai mare pentru securitatea Imperiului Britanic și stabilitatea sa financiară, ca să nu mai vorbim de pacea Europei, decât toți Habsburgii și Bourbonii la un loc. Pentru înfrângerea sa avea să se înalțe alt munte de datorii. Și, pe măsură ce muntele se tot înălța, valoarea *rentelor viagere* individuale scădea – chiar și cu câte 30% atunci când britanicilor le-a mers cel mai prost.

Nu mulți – și cu atât mai puțin doamna Anna Hawkes – ar fi putut anticipa în 1796 evoluția meteorică a micului corsican care va ajunge împărat al Franței și stăpân al continentului european. Dar, în aceeași perioadă, avea să se petreacă un eveniment mai remarcabil (și mai îndelungat) privind mobilitatea socială. La doar câțiva ani după înfrângerea finală a lui Napoleon la Waterloo, un om, care crescuse în atmosfera sumbră a ghetoului din Frankfurt, s-a ridicat ca un fel de Bonaparte al finanțelor: stăpânul pieței obligațiunilor și – unii au îndrăznit să sugereze – chiar stăpânul politicii europene. Numele acestuia era Nathan Rothschild.

# Un Bonaparte al finanțelor

Stăpân al unei averi fără margini, se laudă că e arbitrul păcii și războiului și că de consimțământul său depinde creditul unor națiuni ; sunt fără număr cei cu care corespundează ; mesagerii săi sunt mai mulți decât cei ai prinților încoronați și ai suveranilor absoluți ; miniștrii statului sunt oameni plătiți de el. Cel mai de seamă în cabinetele miniștrilor din Europa continentală, el aspiră să domine și cabinetul nostru<sup>16</sup>

Aceste cuvinte au fost rostite în 1828 de Thomas Dusccombe, membru radical al parlamentului. Cel la care se referea era Nathan Mayer Rothschild, fondatorul sucursalei din Londra a ceea ce avea să fie principala bancă din lume, în cea mai mare parte a secolului al XIX-lea<sup>17</sup>. Familia Rothschild s-a îmbogățit datorită pieței obligațiunilor, în așa măsură, încât și-a permis să construiască 41 de imobile grandioase peste tot în Europa, printre care și Waddesdon Manor din Buckinghamshire, care a fost restaurat în toată splendoarea sa de al patrulea lord Rothschild, stră-stră-strănepotul lui Nathan. După spusele lordului Rothschild, ilustrul său înaintaș era „mic la stat, gras, obsesiv, extrem de inteligent, foarte concentrat la ceea ce făcea... Nu-mi pot închipui că era tocmai plăcut să faci afaceri cu el”. Vărul său Evelyn de Rothschild are cam aceeași părere. Privind portretul lui Nathan Rothschild din sala de ședințe a companiei N.M. Rothschild de pe St. Swithin's Lane din Londra, mărturisește : „Cred că era foarte ambițios și mai cred că era foarte hotărât în ceea ce făcea. Nu cred că-i suferea pe oamenii proști”

Deși cei din familia Rothschild aveau patima scrisorilor, s-au păstrat foarte puține dintre cele trimise de Nathan către frații săi. Dar există o pagină care arată ce fel de om era. Scrisă, ca toate celelalte misive ale sale, în *Judendeutsch* (germana transliterată în alfabetul ebraic), sintetizează ceea ce s-ar putea numi etica sa profesională evreiască și nemulțumirea stărnită de frații săi mai puțin aplecați spre afaceri :

Vă scriu ca să vă spun părerea mea, pentru că e datoria mea afurisită să vă scriu... Am tot citit scrisorile voastre nu o dată, ci poate și de o sută de ori. Vă puteți închipui și voi asta. După cină de obicei nu am nimic de făcut. Cărți nu citesc și nu joc, la teatru nu mă duc, bucuria vieții mele sunt afacerile și atunci mă apuc să citesc scrisorile lui Amschel, Salomon, James și Carl... În ceea ce privește scrisoarea lui Carl [despre cumpărarea unei case mai mari la Frankfurt]... e prostie curată pentru că, atâta vreme cât afacerile noastre merg bine și suntem bogați, toată lumea o să ne lingusească, iar cei care nu au nici un interes de a obține vreun profit cu ajutorul nostru or să ne pizmuiască pentru asta. Salomon al nostru e prea bun și prea îngăduitor cu toți și cu toate și, dacă vreun parazit îi șoptește ceva la ureche, el crede că lumea e plină numai de oameni cu spirit nobil [ ; ] adevărul e că aceia nu își urmăresc decât propriul interes<sup>18</sup>.

Nu e de mirare că frații îl numeau pe Nathan „comandantul” Salomon se plângea amărât în 1815 : „Nu ne scrii decât : plătiți asta, plătiți aialaltă, trimiteți asta, trimiteți aialaltă”<sup>19</sup>. Exact această energie fenomenală, dimpreună cu geniul său financiar înăscut, a fost cea care l-a propulsat pe Nathan din anonimul așa-numitului *Judengasse* din Frankfurt la dominarea pieței obligațiunilor din Londra. Dar, și de data aceasta, ocazia unei inovații financiare a oferit-o tot războiul.

În dimineața de 18 iunie 1815, 67.000 de ostași britanici, olandezi și germani, sub comanda ducelui de Wellington, priveau câmpul de luptă de la Waterloo, aflat nu departe de Bruxelles, spre trupele franceze cam la fel de numeroase, aflate sub comanda împăratului

francez Napoleon Bonaparte. Bătălia de la Waterloo era culminarea a mai bine de două decenii de conflicte intermitente între Marea Britanie și Franța. Dar era mai mult decât o bătălie între două armate. Era un conflict între două sisteme financiare rivale: unul, cel francez, care sub Napoleon devenise un sistem bazat pe jaf (impozitarea celor cucerțiți); celălalt, cel britanic, bazat pe datorii.

Niciodată nu mai fuseseră emise atâtea obligațiuni pentru finanțarea unui conflict militar. Între 1793 și 1815 datoria publică a britanicilor crescuse de trei ori, ajungând la 745 de milioane de lire, adică mai mult decât dublul producției anuale a economiei Regatului Unit. Dar această creștere a emisiunilor de obligațiuni a afectat în mod considerabil piața londoneză. Din februarie 1792, prețul unei obligațiuni tipice de 100 de lire cu 3% scăzuse de la 96 de lire la 60 de lire în ajunul bătăliei de la Waterloo, iar la un moment dat (în 1797) ajungând chiar sub 50 de lire. Erau vremuri grele pentru cei ca doamna Anna Hawes.

Potrivit unei vechi legende, primele milioane din averea familiei Rothschild s-au datorat speculațiilor lui Nathan, care a intuit efectul rezultatului bătăliei asupra prețului obligațiunilor britanice. În unele versiuni ale poveștii, Nathan s-a dus să vadă lupta cu ochii lui, și-a asumat riscul de a traversa Canalul Mânecii pe furtună pentru a ajunge la Londra înaintea veștilor oficiale despre victoria lui Wellington, a cumpărat obligațiuni înainte ca prețului acestora să crească puternic și și-a băgat în buzunar între 20 și 135 de milioane de lire. Mai târziu naziștii s-au străduit cât au putut să înflorească legenda asta. În 1940 Joseph Goebbels a aprobat publicarea volumului *Die Rothschilds*, care prezenta imaginea unui Nathan onctuos ce mituia un general francez pentru a fi sigur de victoria lui Wellington, apoi, în mod deliberat, răspândea un zvon fals la Londra cu privire la soarta războiului pentru a stârni panică pe piață și a-i face pe investitori să vândă obligațiunile britanice, grăbindu-se apoi să cumpere prețuri de nimic. Și totuși, în realitate lucrurile s-au petrecut cu totul altfel<sup>20</sup>. Nu numai că familia Rothschild nu a făcut bani de pe urma victoriei lui Wellington, ci a fost aproape ruinată din pricina asta. A făcut avere nu datorită victoriei de la Waterloo, ci în ciuda acesteia.

După o serie de intervenții ratate, în august 1808, trupele britanice luptau împotriva lui Napoleon pe continent, când viitorul duce de Wellington, pe vremea aceea doar un general-locotenent, sir Arthur Wellesley, a condus o forță expediționară în Portugalia, invadată de francezi cu un an înainte. În cea mai mare parte a următorilor șase ani, a fost mai mereu nevoie să se aducă în Peninsula Iberică oameni și material militar. Prin vânzarea obligațiunilor către populație se strânseseră o grămadă de lichidități pentru guvernul britanic, dar pe îndepărtatele câmpuri de luptă bancnotele nu prea foloseau la mare lucru. Ca să asigure aprovizionarea trupelor și să-i plătească și pe aliații Marii Britanii împotriva Franței, Wellington avea nevoie de o monedă care să fie universal acceptabilă. Dificultatea era să se transforme banii adunați pe piața obligațiunilor în monede de aur și să se și transporte aceste monede acolo unde era nevoie de ele. Era foarte costisitor și periculos de trimis guinee de aur de la Londra la Lisabona în vreme de război. Dar, atunci când negustorii portughezi au refuzat cambiile oferite de Wellington, părea că singura soluție era expedierea banilor lichizi.

Fiul unui negustor de antichități și broker din Hamburg care nu avusese cine știe ce succes în afaceri, Nathan Rothschild ajunsese în Marea Britanie abia în 1799 și își petrecuse cea mai mare parte a următorilor zece ani în noua zonă industrializată din nordul Angliei, cumpărând textile și expediindu-le în Germania. Abia în 1811 s-a făcut bancher, la Londra. Și atunci cum de apelase la el guvernul britanic la ceas de restriște financiară?



Răspunsul rezidă în faptul că Nathan câștigase o prețioasă experiență în contrabanda cu aur pe continent, spărgând blocada pe care o instituise Napoleon asupra comerțului dintre Anglia și Europa. (Adevărul e că era o încălcare a blocadei la care autoritățile franceze cam închideau ochii, din convingerea simplist mercantilă că orice cantitate de aur ieșea din Anglia nu putea decât să slăbească eforturile de război ale britanicilor.) În ianuarie 1814, ministrul de Finanțe l-a autorizat pe comisarul-șef John Charles Herries „să se folosească de acel gentleman [Nathan] în cel mai tainic și mai confidențial mod ca să strângă din Germania, Franța și Olanda cât mai multă monedă franceză în aur și argint, dar care să nu întrecă valoarea de 600.000 de lire sterline, de care poate să facă rost în două luni, începând din clipa aceasta”. Acești bani urmau să fie încărcăți pe navele britanice din portul olandez Hellevoetsluis și trimiși lui Wellington, care, la acel moment, trecuse Pirineii, pătrunzând în Franța. Era o operațiune de mare amploare, ce depindea de capacitatea fraților Rothschild de a se folosi de rețeaua lor de credite, care se întindea de-o parte și de cealaltă a Canalului Mânecii, pentru a face acest transfer de metal prețios pe scară atât de largă. S-au achitat de această sarcină atât de bine, încât, la scurtă vreme, Wellington le trimitea o scrisoare în care a-și exprima recunoștința pentru „amplele... cantități de bani”. Iar Herries sublinia: „Rothschild, din poziția sa, a îndeplinit feluritele sarcini care i s-au încredințat pe această linie în mod admirabil și, cu toate că e *evreu* [*sic*], am avut mare încredere în el”. Până în mai 1814 Nathan furnizase guvernului aproape 1,2 milioane de lire sterline, de două ori mai mult decât fusese prevăzut în instrucțiunile inițiale care îi fuseseră transmise.

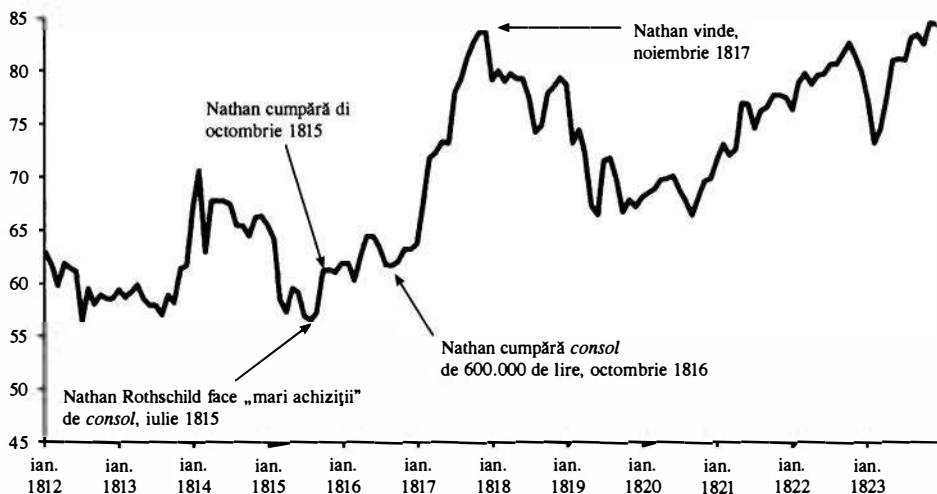
Chiar dacă războiul se apropia de sfârșit, era, fără îndoială, un mare risc să aduni o cantitate atât de mare de aur. Dar, din punctul de vedere al familiei Rothschild, în schimbul misiunii acesteia atât de dificile au putut cere suficient pentru a justifica riscurile. Erau oamenii potriviți pentru această misiune pentru că aveau deja o rețea bancară în sânul familiei – Nathan la Londra, Amschel la Frankfurt, James (mezinul) la Paris, Carl la Amsterdam, iar Salomon se deplasa oriunde socotea Nathan că este nevoie. Răspândiți prin Europa, cei cinci frați Rothschild dețineau o poziție unică pentru a exploata diferențele de prețuri și de curs valutar dintre piețe, procesul numit arbitraj. Dacă prețul aurului era, să spunem, mai mare la Paris decât la Londra, James, aflat la Paris, vindea aur pe cambii, pe care le trimitea la Londra, unde Nathan le folosea pentru a cumpăra o cantitate mare de aur. Faptul că tranzacțiile efectuate între ei în numele lui Herries erau suficient de ample ca să afecteze aceste diferențe de preț nu a făcut decât să crească profitabilitatea afacerii. De asemenea, bancherii Rothschild administrau și unele dintre subvențiile importante plătite aliaților de pe continent ai Marii Britanii. Prin iunie 1814, Herries a calculat să aceștia au efectuat plăți de acest gen în valoare de 12,6 milioane de franci. „Domnul Rothschild”, remarcă prim-ministrul, lordul Liverpool, „ne-a devenit un prieten foarte util”. După cum îi mărturisea lordului Castlereagh, ministrul de Externe: „Nu știu ce ne-am fi făcut fără el...”. Frații lui Nathan îl porecleau deja „stăpânul bursei”.

După abdicarea din aprilie 1814, Napoleon a fost exilat pe mica insulă italiană Elba, pe care a continuat s-o conducă de parcă era un imperiu în miniatură. Dar era prea mică să-l încapă. Pe 1 martie 1815, spre consternarea monarhilor și miniștrilor adunați la Congresul de la Viena pentru restabilirea ordinii în Europa, Napoleon s-a întors în Franța, hotărât să readucă la viață imperiul. Veterani din la *grande armée* s-au strâns sub stindardul său. Nathan Rothschild a reacționat la „aceste vești neplăcute” reîncepând imediat să cumpere aur, achiziționând toate lingourile și monedele de aur pe care el și frații săi au reușit să pună mâna și oferindu-le lui Herries pentru a-i fi expediate lui Wellington. În

total, frații Rothschild au oferit monede de aur în valoare de peste două milioane de lire – suficient pentru a umple 884 de lăzi și 52 de poloboace. În același timp, Nathan s-a oferit să aibă grijă de subvențiile aliaților de pe continent ai Marii Britanii, astfel că totalul tranzacțiilor sale cu Herries în 1815 a atins aproape 9,8 milioane de lire. Cu un comision între 2 și 6 procente la toate aceste tranzacții, întoarcerea lui Napoleon promitea să-i îmbogățească pe frații Rothschild. Dar a existat și un risc pe care Nathan îl subestimase. Cumpărând ca apucatul o cantitate uriașă de aur, el a presupus că, așa cum s-a întâmplat în toate celelalte războaie cu Napoleon, și acesta avea să fie de lungă durată. A fost o eroare de calcul care era i-a fost aproape fatală.

Wellington a spus că bătălia de la Waterloo a fost „o victorie la mustață” După o zi de șarje brutale și contrașarje, după o apărare eroică, sosirea într-un târziu a armatei prusace s-a dovedit a fi în cele din urmă decisivă. Pentru Wellington, a fost o victorie glorioasă. Nu și pentru frații Rothschild. Bineînțeles că pe Nathan Rothschild l-a bucurat că a fost cel dintâi care a aflat vestea înfrângerii lui Napoleon, datorită vitezei curierilor săi, cu aproape 48 de ore înainte ca maiorul Henry Persy să prezinte oficial cabinetului mesajul lui Wellington. Dar, indiferent cât de devreme a ajuns vestea la el, nu era deloc de bun augur din punctul de vedere al lui Nathan. Nu se așteptase la un rezultat atât de decisiv și atât de rapid. Acum el și frații lui stăteau călare pe o grămadă de bani de care nu mai avea nimeni nevoie – pentru a acoperi cheltuielile unui război care se încheiase. Odată cu instaurarea păcii, marile armate care se luptaseră cu Napoleon puteau fi demobilizate, iar coaliția aliaților desființată. Asta însemna că nu mai erau de plătit solde ostașilor și nici subvenții aliaților Marii Britanii din timpul războiului. Prețul aurului, care urcase până la cer în timpul războiului, avea să scadă. Nathan nu avea să se aleagă cu imensele profituri din legendă, ci cu pierderi uriașe care aveau să tot sporească.

Dar mai exista o portiță de scăpare: frații Rothschild puteau folosi aurul acumulat pentru a face un masiv și extrem de riscant pariu pe piața obligațiunilor. Pe 20 iulie 1815 ediția de seară a ziarului londonez *Courier* anunța că Nathan „achiziționase un mare număr de acțiuni”, adică obligațiuni ale guvernului britanic. Nathan își făcuse socoteala că, odată cu victoria britanicilor de la Waterloo și în perspectiva unei reduceri a datoriei publice, prețul obligațiunilor britanice va urca abrupt. Nathan a cumpărat mai departe și, pe măsură ce prețul acestora a crescut, el a continuat să cumpere. În ciuda insistențelor disperate ale fraților săi de a obține profituri, Nathan și-a păstrat cumpătul încă un an. În cele din urmă, la sfârșitul anului 1817, când prețul obligațiunilor urcase cu mai bine de 40%, a vândut. Dacă ținem seama de efectele puterii de cumpărare a lirei asupra inflației și a creșterii economice, astăzi profitul său s-ar ridica la 600 de milioane de lire. A fost una dintre cele mai îndrăznețe tranzacții din istoria finanțelor, una care a smuls o victorie financiară din ghearele înfrângerii militare a lui Napoleon. Contemporanilor nu le-a scăpat asemănarea dintre învingător și învins. După cum spunea unul dintre partenerii de la Barings, marea rivală a Băncii Rothschild, „trebuie să mărturisesc sincer că eu nu am îndrăzneala să fac operațiuni ca ale sale. Acestea sunt în general bine plănuite, cu mare inteligență și măiestrie în execuție – dar în materie de bani și fonduri, el e ceea ce a fost Bonaparte în război”<sup>21</sup>. Pentru scriitorul german Ludwig Börne, secretarul prințului Metternich, cancelarul Austriei, familia Rothschild era pur și simplu *die Finanzbonaparten*<sup>22</sup>. Alții au mers și mai departe, deși nu fără o urmă de ironie. Poetul german Heinrich Heine afirma în martie 1841 „În vremurile de azi zeul nostru e banul, iar Rothschild, profetul său”<sup>23</sup>

Evoluția prețurilor pentru *consol* (obligațiuni perpetue, Regatul Unit), 1812-1822

Într-o măsură care și astăzi rămâne uluitoare, frații Rothschild au continuat să domine finanțele internaționale în jumătatea de secol ce a urmat bătăliei de la Waterloo. Această realizare li s-a părut atât de extraordinară contemporanilor lor, încât au căutat adesea s-o explice în termeni mistici. Conform unei explicații din anii 1830, familia Rothschild își datora averea faptului că avea în posesie un misterios „talisman evreiesc”, care i-a îngăduit lui Nathan Rothschild, fondatorul băncii din Londra, să devină „leviatanul piețelor monetare din Europa”<sup>24</sup>. Povești asemănătoare se spuneau chiar și în anii 1890 în Zona de rezidență, unde erau siliți să locuiască evreii din Rusia<sup>25</sup>. După cum am văzut, naționaliștii au preferat să atribuie succesul familiei Rothschild manevrelor de manipulare a pieței de capital și altor practici necinstite. Mituri de acest fel circulă chiar și astăzi. Potrivit bestsellerului lui Song Hongbing *Războaiele valutare*, publicat în China în 2007, bancherii Rothschild continuă să controleze sistemul monetar mondial prin presupusa lor influență asupra Sistemului Rezervelor Federale<sup>26</sup>.

Realitatea mai prozaică este că frații Rothschild au fost în stare să-și consolideze succesele spre sfârșitul Războaielor Napoleonice ca să se afirme ca jucători dominanți pe o piață londoneză a obligațiunilor care devenea tot mai internațională. Au reușit construindu-și o bază de capital și o rețea de informatori care au devenit curând mult superioare celor ale principalilor lor rivali, bancherii din familia Baring. Între 1815 și 1859, s-a estimat că banca lor din Londra a emis 14 obligațiuni suverane cu o valoare nominală de aproape 43 de milioane de lire, mai bine de jumătate din totalul obligațiunilor emise de toate băncile din Londra<sup>27</sup>. Deși obligațiunile guvernamentale britanice constituiau principalele titluri financiare pe care le-au scos pe piață pentru investitori, au vândut și obligațiuni franceze, prusace, austriece, napolitane și braziliene<sup>28</sup>. În plus, au monopolizat complet emiterea de obligațiuni de către guvernul Belgiei după 1830. De obicei, banca Rothschild cumpăra câte o tranșă de obligațiuni noi direct de la un guvern, percepând un comision pentru distribuirea acestora către rețeaua lor de brokeri și investitori din toată Europa și remițând fonduri guvernului doar în momentul în care se încasau toate ratele de la cumpărători. În general erau diferențe mari între prețul pe care li-l plăteau frații Rothschild debitorilor suverani și cel pe care li-l cereau investitorilor (cu o marjă de

manevră pentru o „creștere” suplimentară după oferta publică inițială). Desigur, după cum am văzut, se acordaseră și înainte împrumuturi internaționale masive, mai ales la Genova, Anvers și Amsterdam<sup>29</sup>. Dar trăsătura distinctivă a pieței obligațiunilor de la Londra după 1815 a fost insistența fraților Rothschild ca majoritatea noilor debitori să emită obligațiuni denumite în lire sterline, și nu în moneda lor, și să facă plățile dobânzilor la Londra sau pe oricare alte piețe unde frații Rothschild aveau sucursale. S-a stabilit un nou standard în 1818, când au făcut oferta publică inițială a obligațiunilor prusace de 5%, care – după îndelungate și tensionate negocieri\* – au fost emise nu numai la Londra, ci și la Frankfurt, Berlin, Hamburg și Amsterdam<sup>30</sup>. În cartea sa *Despre tranzacționarea obligațiunilor de stat* (1825), neamțul Johann Heinrich Bender, expert în probleme juridice, evidențiază această acțiune drept una dintre cele mai importante inovații financiare ale băncii Rothschild: „Orice posesor de obligațiuni guvernamentale... poate colecta dobânda după buna sa voie în mai multe locuri diferite, fără nici un efort”<sup>31</sup>. Dar frații Rothschild nu se îndeletniceau numai cu emiterea de obligațiuni: erau și dealeri de obligațiuni, făceau speculații cu valută, tranzacționau metale prețioase, erau bancheri privați și investeau în asigurări, mine și căi ferate. Piața obligațiunilor a rămas însă principala lor specializare. Spre deosebire de rivalii lor mai puțin importanți, frații Rothschild și-au câștigat un renume tranzacționând doar ceea ce am numi astăzi valori mobiliare de clasă investițională. La nici o obligațiune emisă de ei în anii 1820 nu s-a suspendat plata până în 1829, în ciuda unei crize a datoriilor în America Latină la mijlocul aceluia deceniu (prima dintre mai multe).

Succesul a adus cu el tot mai multă bogăție. La moartea sa, în 1836, averea personală a lui Nathan era echivalentul a 0,62% din venitul național al Marii Britanii. Între 1818 și 1852, capitalul combinat al celor cinci bănci Rothschild (din Frankfurt, Londra, Napoli, Paris și Viena) a crescut de la 1,8 milioane la 9,5 milioane de lire. Încă din 1825 capitalul lor cumulat era de nouă ori mai mare decât cel al băncii fraților Baring și al Banque de France. Pe la 1899, cu un capital de 41 de milioane de lire, depășea capitalul celor mai mari cinci bănci germane la un loc. Firma a devenit tot mai mult administratorul multinațional al averii familiei extinse a directorilor. Pe măsură ce numărul lor a crescut de la o generație la alta, unitatea familiei a fost menținută atât prin contracte revizuite periodic între cele cinci bănci, cât și prin căsătorii între veri sau între unchi și nepoate. Din 21 de căsătorii în care au fost implicați descendenți ai tatălui lui Nathan, Mayer Amschel Rothschild, care au fost oficiate între 1824 și 1877, în nu mai puțin de 15 cazuri mirii erau urmași direcți ai acestuia. În plus, sentimentul de identitate și țeluri comune ca „familie regală caucaziană [evreiască]” a fost întărit și mai mult de fidelitatea colectivă

\* La un moment dat, când directorul Trezoreriei Prusiei, Christian Rother, a încercat să modifice termenii, după ce contractul de împrumut fusese semnat, Nathan a izbucnit: „Dragul meu prieten, eu mi-am făcut datoria față de Dumnezeu, față de regele vostru și față de ministrul de Finanțe von Rother, toți banii mei au și plecat către voi, la Berlin... iar acum e rândul vostru și datoria voastră față de ai voștri să vă respectați cuvântul, și nu să veniți cu alte treburile, totul trebuie să rămână așa cum ne-am înțeles ca între bărbați și eu nu mă aștept la altceva, după cum poți vedea din faptul că eu am trimis banii. Clica politică de acolo nu poate face nimic împotriva lui N.M. Rothschild, el e cel ce are banii, forța și puterea, camarila este neputincioasă, iar regele Prusiei, prințul Hardenberg și ministrul Rother trebuie să fie încântați și să-i mulțumească lui Rothschild, care vă trimite atâtea bani [și] crește creditul Prusiei”. Faptul că un evreu născut în ghetoul din Frankfurt îi putea scrie în acești termeni unui funcționar prusac spune foarte multe despre revoluția socială înfruptată de Nathan Rothschild și de frații lui.

a familiei față de credința mozaică, într-o perioadă când alte familii evreiești au lunecat spre apostazie sau căsătorii mixte.

Bătrânul Mayer Amschel îi admonestase de multe ori pe cei cinci fii ai săi: „Dacă nu reușiți să vă faceți iubiți, măcar să vă faceți temuți” Pe măsură ce se înscăuna ca stăpână a pieței obligațiunilor în lumea financiară la mijlocul secolului al XIX-lea, familia Rothschild era deja mai degrabă temută decât iubită. Unii reacționari ai dreptei deplâneau ascensiunea unei noi forme de bogăție, mai profitabilă și mai ușor transformabilă în numerar decât cea bazată pe bunurile funciare ale elitei aristocratice din Europa. Heinrich Heine a înțeles că sistemul financiar creat de Rothschild avea ceva profund revoluționar:

Sistemul titlurilor fiduciare le dă oamenilor libertatea de a alege să locuiască oriunde le place; pot locui oriunde, fără să mai muncească, trăind numai din dobânda obligațiunilor lor, averea lor mobilă, astfel că ei se asociază, constituind adevărata putere a capitalului nostru. Și știm de multă vreme ce se poate întâmpla atunci când energiile cele mai diverse pot coexista alături, când se ajunge la o centralizare a autorității intelectuale și sociale.

În opinia lui Heine, numele Rothschild poate fi pus alături de Richelieu și Robespierre, ca unul dintre cele „trei nume înfricoșate care au adus distrugerea treptată a vechii aristocrații”. Richelieu îi distrusese puterea, Robespierre i-a decapitat rămășițele decadente, iar acum Rothschild a oferit Europei o nouă elită:

...ridicând sistemul obligațiunilor guvernamentale la puterea supremă... [și] înzestrând banul cu vechile privilegii pe care le avea deținerea unor domenii. Cu siguranță, el a creat o nouă aristocrație, dar care se bazează pe cel mai nesigur element, pe ban... [care] e mai fluid decât apa și mai nestatornic decât aerul...<sup>32</sup>.

În același timp, radicalii de stânga deplâneau ascensiunea unei noi forțe în sfera politică, având drept de veto asupra finanțelor publice și deci și asupra celor mai multe politici. În urma succesului lui Rothschild în domeniul emisiunilor de obligațiuni pentru Austria, Prusia și Rusia, Nathan era caricaturizat ca agentul de asigurări al „Găunoasei Alianțe”, care ajută la protejarea Europei de flăcările politicii liberale<sup>33</sup>. În 1821 el a primit chiar o amenințare cu moartea din pricina „legăturilor sale cu puterile străine și, mai ales, pentru sprijinul acordat Austriei ca model de guvernare împotriva libertăților Europei”<sup>34</sup>. În 1842 istoricul liberal Jules Michelet nota în jurnalul său: „Domnul Rothschild îl cunoaște pe fiecare dintre prinții Europei în parte și pe toți brokerii de la bursă. Știe pe de rost toate conturile acestora, și pe cele ale brokerilor, și pe cele ale regilor; și poate discuta cu ei fără să-și mai consulte registrele. Îi spune câte unuia: «Contul tău intră pe deficit dacă îl numești ministru pe cutare»”<sup>35</sup>. După cum se poate bănui, deoarece Rothschild era evreu, asta a stârnit și mai mult prejudecățile antisemite, și așa adânc înrădăcinate. Abia își făcuse familia Rothschild intrarea pe scena americană în anii 1830, că guvernatorul statului Mississippi îl acuza pe „baronul Rothschild” că „îi curge prin vine sângele lui Iuda și Shylock... și îmbină însușirile amândurora”. În același veac, scriitorul populist „Monedă” Harvey va descrie Banca Rothschild ca pe o imensă caracatiță neagră care își întindea tentaculele asupra lumii întregi<sup>36</sup>.

Dar cea mai mare indignare se pare că o stârnea capacitatea familiei Rothschild de a permite sau a interzice războaiele după bunul plac. Încă din 1828, prințul Pückler-Muskau vorbea despre „Rothschild... fără de care nici o putere a Europei de astăzi nu pare să fie

în stare să poarte un război”<sup>37</sup> Un comentator de la începutul secolului XX\* pune foarte deschis întrebarea :

Chiar crede cineva serios că un mare război poate fi pornit de un stat european, sau de oricare stat plin de datorii, dacă nu sunt de acord cu asta Casa Rothschild și legăturile sale ?<sup>38</sup>

Și, într-adevăr, s-ar putea presupune că familia Rothschild avea nevoie de război. La urma urmei, războiul a fost cel care i-a oferit lui Nathan Rothschild cea mai mare afacere. Fără războaie, statele din veacul al XIX-lea nu ar fi avut mare nevoie să emită obligațiuni. După cum am văzut, războiul a tins totuși să afecteze prețul obligațiunilor existente datorită creșterii riscului ca (la fel ca în Veneția secolului al XVI-lea) un stat datornic să nu-și poată onora obligațiile asumate în situația în care e învins și își pierde teritoriile. Spre mijlocul secolului al XIX-lea, membrii familiei Rothschild deveniseră, din negustori, ordonatori de credit, administrându-și cu grijă imensul portofoliu de obligațiuni guvernamentale. Acum, după ce au făcut bani, aveau mai mult de pierdut decât au câștigat de pe urma conflictului. Din acest motiv au fost permanent ostili năzuințelor spre unitate națională din Italia și din Germania. Și tot din acest motiv au privit cu neliniște implicarea Statelor Unite într-un război intern. Frații Rothschild decisese rezultatul Războaielor Napoleonice punându-și întreaga forță financiară în sprijinul Marii Britanii. De data asta aveau să contribuie la deciderea sorții Războiului de Secesiune din America – hotărând să stea deoparte.

## Cum a fost doborâtă Confederația

În mai 1863, la doi ani după începerea Războiului de Secesiune din America, generalul-major Ulysses S. Grant a cucerit orașul Jackson, centrul administrativ al statului Mississippi, și a forțat armata confederată, aflată sub conducerea generalului-locotenent John. C. Pemberton, să se retragă spre vest, către Vicksburg, pe malul fluviului Mississippi. Înconjurată, în situația în care canonierele unioniste o bombardau din spate, armata lui Pemberton a respins două atacuri ale unioniștilor, dar, în cele din urmă, a fost nevoită să se predea, înfometată în urma unui asediu crâncen. Pe 4 iulie, Ziua Independenței, Pemberton s-a predat. Din acel moment, statul Mississippi era în mod clar în mâinile nordiștilor. Sudul era efectiv frânt în două.

Căderea orașului Vicksburg e socotită întotdeauna una dintre marile răsturnări de situație ale războiului. Și totuși, din punct de vedere financiar, nu a fost una decisivă. Evenimentul-cheie avusese loc cu un an mai înainte, la două sute de mile distanță, în

\* Este vorba despre J.A. Hobson, autorul lucrării *Imperialismul* (1902). Deși este încă renumit drept unul dintre primii critici liberali ai imperialismului, Hobson își formula clar ostilitatea antisemită față de finanțe : „Magnații bursei își câștigă banii prin manevrarea unei mari cantități de acțiuni, lansarea unor companii, manipularea fluctuației valorilor. Aceste mari afaceri – activitatea bancară, intermedierea, scontarea polițelor, acordarea de împrumuturi, promovarea unor companii – formează ganglionul central al capitalismului internațional. Aceștia se află în situația de a controla politica națiunilor, uniți de cele mai strânse legături de organizare, întotdeauna în relații dintre cele mai strânse și mai prompte unul cu altul, înfipți în inima capitalului de afaceri din fiecare stat, cel puțin în privința Europei, mai ales prin oameni de o anumită rasă, care au în spatele lor secole de experiență financiară”

aval, unde fluviul Mississippi se varsă în Golful Mexic. Pe 29 aprilie 1862 ofițerul-amiral David Farragut trecuse de bateriile forturilor Jackson și St. Philip, cucerind astfel orașul New Orleans. A fost o ciocnire mult mai puțin sângeroasă și de mai scurtă durată decât asediul de la Vicksburg, dar la fel de dezastruoasă pentru cauza sudistă.

Finanțele Confederației constituie una dintre marile ocazii ratate ale istoriei Statelor Unite<sup>39</sup>. Căci, în definitiv, și lipsa de bani lichizi, și lipsa capacității industriale și a forței armate au zădărnicit ceea ce, în termeni militari, a constituit un efort impresionant al statelor sudiste. La începutul războiului, în absența unui sistem preexistent de fiscalitate centralizată, trezoreria confederată, abia în formare, își plătise armata vânzându-le cetățenilor obligațiuni, sub forma a două mari împrumuturi, de 15 milioane, respectiv 100 de milioane de dolari. Numai că în Sud exista doar o cantitate limitată de capital lichid, din cauza numeroaselor ferme independente și orașe relativ mici. Mai târziu s-a susținut că, pentru a supraviețui, confederații au apelat la băncile Rothschild, în speranța că dinastia financiară cea mai mare din lume i-ar fi putut ajuta să-i învingă pe nordiști, așa cum l-a ajutat și pe Wellington să-l înfrângă pe Napoleon la Waterloo.

Ideea nu era cu totul fantezistă. August Belmont, agentul băncii Rothschild de la New York, urmărea îngrozit cum Statele Unite se îndreptau spre război civil. Ca președinte la nivel național al Partidului Democrat, fusese unul dintre principalii susținători ai lui Stephen A. Douglas, adversarul lui Abraham Lincoln la alegerile prezidențiale din 1860. Belmont a continuat să critice cu înverșunare ceea ce el numea „greșeala fatală a lui Lincoln de confiscare și emancipare forțate”<sup>40</sup>. Salomon de Rothschild, al treilea fiu al lui James, își manifestase și el simpatiile prosudiste în scrisorile trimise acasă înainte de izbucnirea războiului<sup>41</sup>. Unii comentatori nordiști au tras concluzia evidentă: băncile Rothschild îi sprijinea pe sudisti. *Chicago Tribune*, în 1864, tuna și fulgera că „Belmont, dinastia Rothschild și tot tribul lor de evrei... achiziționează obligațiuni confederate”. Un susținător al lui Lincoln spunea că „evreii, Jeff Davis [președintele Confederației] și diavolul” sunt treimea blestemată îndreptată împotriva Uniunii<sup>42</sup>. Când a vizitat Londra, în 1863, Belmont însuși i-a spus lui Lionel de Rothschild că „Nordul va fi cucerit în curând”. (Asta nu a făcut decât să sporească bănuielele că omul însărcinat să convingă Marea Britanie să treacă de partea cauzei sudiștilor, Judah Benjamin, secretarul de stat al Confederației, era și el evreu.)

În realitate, familia Rothschild a decis să nu sprijine cauza Sudului. De ce? Poate pentru că membrii ei erau cu adevărat dezgustați de instituția sclaviei. Dar cel puțin la fel de important era și sentimentul că această Confederație prezenta un risc financiar ridicat (la urma urmei, Jefferson Davis, președintele Confederației, pe vremea când era senator al Statelor Unite, susținuse deschis refuzul datoriilor publice). Această lipsă de încredere se pare că era majoritară în Europa. Atunci când Confederația a încercat să vândă obligațiuni convenționale pe piețele europene, investitorii nu s-au arătat prea entuziasmați. Numai că sudiștii mai aveau un as în mânecă. Asul (ca și mânecile) era din bumbac, baza economiei sudiste și, de departe, articolul principal la export al Sudului. Ideea era să se folosească suprafața din Sud cultivată cu bumbac nu numai ca sursă de încasări la export, ci și ca garanție pentru un nou tip de obligațiune garantată prin bumbac. În momentul în care firma obscură Emile Erlanger & Co. a început să emită obligațiuni garantate prin bumbac în numele Sudului, Londra și Amsterdamul au reacționat mai bine. Cel mai atrăgător element al acestor obligațiuni plătibile în lire sterline, cu un cupon de 7% și o scadență de 20 de ani, era că puteau fi convertite în bumbac la prețul de șase penny pe livră – prețul de dinainte de război. În ciuda eșecurilor Sudului pe plan militar, aceste obligațiuni și-au menținut valoarea pe aproape toată durata războiului din simplul

motiv că prețul mărții cu care erau garantate obligațiunile, bumbacul, era în continuă creștere datorită cererii tot mai mari din perioada războiului. Ba prețul obligațiunilor chiar s-a dublat între decembrie 1863 și septembrie 1864, în ciuda înfrângerilor suferite de confederați la Gettysburg și Vicksburg, pentru că prețul bumbacului crescuse foarte mult<sup>43</sup>. În plus, Sudul se afla în situația de a putea crește prețul și mai mult, restricționând furnizarea bumbacului.

În 1860 portul Liverpool era principala cale de acces a bumbacului importat de industria textilă britanică, la acea vreme pilonul economiei industriale a epocii victoriene. Mai bine de 80% din aceste importuri proveneau din sudul Statelor Unite. Liderii confederați au crezut că asta le dădea puterea de a negocia cu Marea Britanie pentru a o atrage de partea lor în război. Pentru a intensifica presiunea, s-au hotărât să impună un embargo asupra tuturor exporturilor către Liverpool. Efectele au fost devastatoare. Prețul bumbacului a crescut de la 6¼ penny la 27¼ penny livra. Importurile din Sud au scăzut de la 2,6 milioane de baloturi în 1860 la mai puțin de 72.000 de baloturi în 1862. La o fabrică englezească tipică pentru prelucrarea bumbacului, precum cea care s-a păstrat la Styal, în sudul Manchesterului, lucrau aproximativ 400 de muncitori, dar asta era doar o mică parte din cei 300.000 angajați de Regele Bumbac în tot comitatul Lancashire. Fără bumbac, toți acești muncitori efectiv nu aveau de lucru. Până la sfârșitul anului 1862 jumătate din forța de muncă fusese disponibilizată; aproape jumătate din întreaga populație a regiunii Lancashire depindea de asistența publică pentru săraci<sup>44</sup>. A fost numită criza bumbacului. Aceasta era o criză provocată artificial. Iar cei care au pus-o la cale păreau să-și atingă scopul. Embargoul nu numai că a dus la șomaj, foamete și revolte în nordul Angliei, ci lipsa bumbacului a determinat și creșterea prețului și deci și a valorii obligațiunilor Sudului garantate prin bumbac, transformându-le într-o investiție irezistibil de atrăgătoare pentru membrii marcanți ai elitei politice britanice. Viitorul prim-ministru, William Ewart Gladstone a cumpărat și el obligațiuni, la fel ca și John Delane, directorul ziarului *The Times*<sup>45</sup>.



Obligațiune garantată prin bumbac cu cupoane, dintre care doar primele patru au fost decupate



Dar capacitatea sudiștilor de a manipula piața obligațiunilor depindea de o singură condiție esențială: investitorii trebuiau să aibă posibilitatea de a intra fizic în posesia bumbacului care garanta obligațiunile dacă Sudul nu făcea plățile dobânzilor. Iar garanția este, la urma urmei, bună doar în cazul în care creditorul poate pune mâna pe ea. Și de aceea căderea orașului New Orleans în aprilie 1862 a constituit de fapt adevăratul punct de cotitură al Războiului de Secesiune. Din momentul în care principalul port al Sudului a căzut în mâinile unioniștilor, orice investitor care dorea să obțină bumbac din Sud trebuia să înfrunte blocada navală impusă de Nord – și nu o dată, ci de două ori, la sosire și la plecare. Perspectiva aceasta nu era deloc ademenitoare în condițiile în care puterea navală a Nordului pe Mississippi și în zonele adiacente era tot mai mare.

Dacă Sudul ar fi izbutit să păstreze orașul New Orleans până când recolta de bumbac era expediată spre Europa, ar fi reușit să vândă la Londra obligațiuni garantate prin bumbac în valoare de trei milioane de lire. Poate chiar și cei din familia Rothschild, în ciuda aversiunii lor față de riscuri, și-ar fi depășit reticențele financiare. Dar, așa, au respins creditul cerut de Erlanger, considerându-l „atât de speculativ, încât îi va atrage foarte probabil pe toți speculatorii disperați... și n-am auzit ca oamenii respectabili să se fi implicat în vreun fel în asta”<sup>46</sup>. Confederația își supraestimase forțele. Închisese robinetul bumbacului, dar nu a mai reușit să-l redeschidă. Prin 1863 fabricile din Lancashire își găsiseră alte surse de bumbac în China, Egipt și India. Iar acum investitorii își pierdeau rapid încrederea în obligațiunile garantate prin bumbac ale Sudului. Consecințele au fost dezastruoase pentru economia Confederației.

Cu piața națională de obligațiuni epuizată și doar două împrumuturi externe nesemnificative, guvernul confederat a fost silit să tipărească bancnote fără acoperire pentru a achita cheltuielile de război și propriile cheltuieli, în total 1,7 miliarde de dolari. În timpul Războiului de Secesiune, e adevărat că ambele tabere au fost nevoite să tipărească bani. Numai că la sfârșitul războiului „verzișorii” Uniunii încă valorau cam 50 de cenți în aur, în vreme ce dolarii Confederației valorau doar un cent, în ciuda încercării inutile de reformă monetară din 1864<sup>47</sup>. Situația a fost înrăutățită și mai mult de capacitatea statelor și municipalităților din Sud să-și tipărească și ele bancnote și de falsificarea banilor, pentru că bancnotele Confederației erau destul de primitive și ușor de copiat. Cu tot mai mulți bani de hârtie și tot mai puține bunuri, inflația a explodat. În Sud prețurile au crescut și cu 4.000% în timpul Războiului de Secesiune<sup>48</sup>. În schimb, în Nord prețurile au crescut cu doar 60%. Chiar dinainte ca principalele armate ale Confederației să se predea, în aprilie 1865, economia Sudului era în colaps, hiperinflația fiind semnul clar al înfrângerii.



Bancnotă confederată de cinci dolari emisă de statul Louisiana

Bancherii Rothschild avuseseră dreptate : cei care investiseră în obligațiuni ale Confederației au ajuns să piardă totul, întrucât Nordul victorios a decis să nu achite datoriile Sudului. Efortul de război al Sudului trebuise finanțat, în cele din urmă, tipărend bani. Nu avea să fie ultima dată în istorie când o încercare de a forța piața obligațiunilor sfârșea cu o inflație dezastruoasă și o umilitoare înfrângere militară.

## Eutanasierea rentierului

Soarta celor care au pierdut totul după ce au investit în obligațiuni confederate nu era ceva neobișnuit în secolul al XIX-lea. Confederația nu a fost nici pe departe singura entitate statală din America ce a ajuns să-și dezamăgească obligatarii ; era doar cel mai nordic delincent. La sud de Rio Grande, incapacitatea de plată a datorilor și deprecierea monetară erau aproape la ordinea zilei. Experiența Americii Latine în secolul al XIX-lea prefigura în multe privințe anumite probleme care aveau să devină aproape universale la mijlocul secolului XX. În parte situația a apărut deoarece clasa socială care era cea mai înclinată să investească în obligațiuni – și deci să aibă un interes ca plata dobânzii să se facă prompt într-o monedă stabilă – era acolo mai slab dezvoltată decât în alte locuri. Un alt motiv a fost că republicile din America Latină au fost printre primele care au descoperit că nerambursarea era relativ lejeră atunci când o proporție substanțială a obligatarilor erau străini. Nu întâmplător prima mare criză a datorilor din America Latină a avut loc încă din 1826-1829, când Perú, Columbia, Chile, Mexicul, Guatemala și Argentina nu și-au îndeplinit obligațiile de plată a unor împrumuturi acordate de Londra cu doar câțiva ani înainte<sup>49</sup>

E adevărat că, în multe privințe, piața obligațiunilor era puternică. Spre sfârșitul secolului al XIX-lea, țările care intrau în incapacitate de plată riscuau sancțiuni economice, impunerea unui control străin asupra finanțelor lor și chiar, în cel puțin cinci cazuri, intervenții militare<sup>50</sup>. E greu de crezut că Gladstone ar fi ordonat invadarea Egiptului în 1882 dacă guvernul egiptean nu ar fi amenințat că nu își va respecta angajamentele față de unii obligatari europeni, între care și el. Cea mai sigură modalitate de a elimina riscul politic și îngrijorările investitorilor era să aducă „o piață nouă” sub egida Imperiului Britanic<sup>51</sup>. Chiar și cei ce se aflau în afara granițelor imperiului riscuau să fie vizitați de vreo canonieră dacă își încălcau obligațiile, cum a descoperit Venezuela în 1902, când o expediție navală comună a Marii Britanii, Germaniei și Italiei a blocat temporar porturile țării. Statele Unite au fost deosebit de energice (și de eficiente) în protejarea intereselor obligatarilor în America Centrală și regiunea Caraibelor<sup>52</sup>.

Dar sub un aspect crucial piața obligațiunilor era potențial vulnerabilă. Investitorii din City-ul londonez, cea mai mare piață financiară internațională în secolul al XIX-lea, erau oameni bogați, dar nu foarte numeroși. La începutul secolului al XIX-lea numărul obligatarilor britanici se poate să nu fi depășit 250.000, reprezentând doar 2% din populație. Dar averea lor era de două ori mai mare decât întregul venit național al Regatului Unit ; venitul lor însemna în jur de 7% din venitul național. În 1822 acest venit – dobânda datoriei naționale – se ridica la aproximativ jumătate din totalul cheltuielilor publice, dar peste două treimi din veniturile din impozite erau indirecte și deci cădeau în seama consumului. Chiar și prin 1870 proporțiile încă erau de o treime și, respectiv, mai bine de jumătate. Ar fi foarte greu de conceput un sistem fiscal mai regresiv, cu impozite pe bunurile de primă necesitate pentru cei mulți utilizați pentru a finanța plata dobânzilor datorate unui număr foarte mic de oameni. Nu e de mirare că radicalii precum William

Cobbett erau indignați. „O datorie națională și toate impozitele și mașinațiunile ce țin de ele”, declara Cobbett în cartea sa *Rural Rides* (1830), „au tendința firească să atragă bani de la mase... pentru câștigul câtorva”<sup>53</sup> El avertiza că, în lipsa unei reforme politice, întreaga țară va ajunge pe mâna „celor care au împrumutat de la ei banii cu care să sprijine acest sistem monstruos... a curtierilor care mijlocesc împrumuturi, a agiotarilor... a evreilor și a unei întregi șleahță de bugetivori”<sup>54</sup>.

Astfel de tirade nu prea au reușit să zdruncine pozițiile clasei numite în Franța *rentiers* – cei care încasau dobânda unor obligațiuni guvernamentale, precum acea *rente* franceză. Dimpotrivă, deceniile de după 1830 au fost o epocă de aur pentru rentierii din Europa. Refuzul de a plăti a devenit tot mai rar. Mulțumită etalonului aur, banii se bucurau de tot mai multă încredere<sup>55</sup>. Acest triumf al rentierului era remarcabil, în ciuda extinderii generalizate a dreptului de vot. E adevărat că prin apariția caselor de economii (care adesea aveau mandat să dețină și obligațiuni guvernamentale ca principale active) noi segmente ale societății au fost expuse indirect la piața obligațiunilor, și au început să investească. Dar în esență rentierii au rămas elita unora ca Rothschild, Baring și Gladstone – legați între ei din punct de vedere social, politic, dar mai ales economic. Ceea ce a pus capăt dominației lor nu a fost ascensiunea democrației sau a socialismului, ci o catastrofă fiscală și monetară pentru care era responsabilă chiar aleasa elită europeană. Această catastrofă a fost Primul Război Mondial.

„Inflația”, scria Milton Friedman într-o faimoasă definiție, „este întotdeauna și pretutindeni un fenomen monetar, în sensul că nu poate apărea fără o creștere a volumului de bani mai rapidă decât a producției” Acest lucru este ilustrat foarte bine de ceea ce s-a întâmplat în toate statele combatante în timpul Primului Război Mondial și după aceea. În esență, au fost cinci etape care au precedat rata mare a inflației :

1. războiul nu a dus doar la o penurie a bunurilor de consum, ci și la
2. împrumuturi pe termen scurt ale guvernelor de la banca centrală,
3. care au transformat efectiv datoriile în lichidități, astfel suplimentându-se masa monetară,
4. determinând populația să spera ca inflația să se modifice și cererea de solduri de casă să scadă,
5. iar prețurile bunurilor să crească\*

Doar teoria monetară nu poate explica totuși de ce într-o țară procesul inflaționist merge mult mai departe sau mai rapid decât în alta. Și nici de ce consecințele inflației variază atât de mult de la un caz la altul. Dacă adunăm cheltuielile publice totale ale principalelor puteri combatante între 1914 și 1918, vedem că Marea Britanie a cheltuit mai mult decât Germania, iar Franța mai mult decât Rusia. Exprimate în dolari, datoriile publice ale Marii Britanii, Franței și Statelor Unite au crescut mai mult între aprilie 1914 și în martie 1918 decât cea a Germaniei<sup>56</sup>. E adevărat, volumul bancnotelor în circulație între 1913 și 1918 a crescut mai mult în Germania (1.040%) decât în Marea Britanie (708%) sau Franța (386%), dar Bulgaria înregistra 1.116%, iar România 961%<sup>57</sup>. Față de 1913, prețurile cu ridicata au crescut mai mult în 1918 în Italia, Franța și Marea Britanie decât în Germania. Indicele costului vieții la Berlin în 1918 era de 2,3 ori mai mare decât

\* În termeni economici relația poate fi simplificată sub forma :  $MV = PQ$ , unde  $M$  reprezintă volumul de bani puși în circulație,  $V$  e viteza de rotație într-o perioadă a banilor (frecvența operațiunilor),  $P$  este nivelul de preț, iar  $Q$  valoarea reală a totalului operațiunilor.

în perioada de dinainte de război; la Londra era cam aceeași situație (de 2,1 ori mai mare)<sup>58</sup>. Și atunci de ce s-a prăbușit Germania în hiperinflație după Primul Război Mondial? De ce a ajuns marca să nu mai valoreze nimic? Răspunsul se află în rolul jucat de piața obligațiunilor în finanțele din timpul războiului și din perioada postbelică.

Toate țările beligerante au cunoscut febra vânzării de obligațiuni de război în acea perioadă, convingând mii de titulari de economii reduse care nu cumpăraseră până atunci obligațiuni guvernamentale că e o datorie patriotică să le cumpere. Spre deosebire de Marea Britanie, Franța, Italia și Rusia, Germania nu a avut acces la piața internațională a obligațiunilor în timpul războiului (după ce la început și-a manifestat disprețul față de bursa de la New York, a fost exclusă de acolo). În vreme ce puterile Antantei puteau vinde obligațiuni în Statele Unite sau pe tot teritoriul Imperiului Britanic, care dispunea de capital, Puterile Centrale – Germania, Austro-Ungaria și Turcia – au fost nevoite să se descurce doar cu propriile resurse. Berlinul și Viena erau centre financiare importante, dar nu se comparau cu Londra, Paris sau New York. Drept rezultat, Germaniei și aliaților săi le-a fost tot mai greu să vândă obligațiuni de război, după ce investitorii interni și-au satisfăcut apetitul. Mult mai repede și într-o măsură mult mai mare, autoritățile din Germania și Austria au fost nevoite să apeleze la băncile lor centrale pentru finanțare pe termen scurt. Creșterea volumului de bilete de tezaur aflate în mâinile băncii centrale prevestea inflația, pentru că, spre deosebire de vânzarea de obligațiuni către populație, schimbarea acestor bilete în bancnote a majorat masa monetară. La sfârșitul războiului, în mare, o treime din datoria Reichului era „flotantă” sau tranzitorie și se modelase o cerere de bani substanțială, doar controlul prețurilor în timpul războiului împiedicând o inflație și mai accentuată.

Și înfrângerea în sine a costat scump. Toate părțile implicate îi asiguraseră pe contribuabili și pe obligatari că dușmanul va plăti pentru acest război. Acum facturile trebuiau plătite de Berlin. Un mod de a înțelege hiperinflația de după război e deci s-o socotim o formă de faliment al statului. Cei care cumpăraseră obligațiuni de război investiseră în promisiunea victoriei; înfrângerea și revoluția au reprezentat insolvabilitatea națională, iar greu trebuia să fie dus de creditorii Reichului. În afară de înfrângere, evenimentele revoluționare care au avut loc între noiembrie 1918 și ianuarie 1919 nu erau de natură să-i liniștească pe investitori – și nici Conferința de Pace de la Versailles, care a impus noii Republici de la Weimar să plătească o serie de despăgubiri de război nespecificate. În 1921, când a fost fixat în sfârșit și totalul despăgubirilor, germanii s-au trezit că trebuie să poarte și povara unei noi datorii externe imense, în valoare nominală de 132 de miliarde de *Goldmarks* (mărci de dinainte de război), echivalentul a de peste trei ori venitul național. Deși nu toată această datorie avea dobândă imediată, plata fixată a despăgubirilor de război a însemnat mai bine de o treime din totalul cheltuielilor Reichului în 1921 și 1922. Nici un investitor care se gândea la situația Germaniei în vara anului 1921 nu putea fi optimist, iar capitalul străin care a intrat în țară după război era doar speculativ sau „flotant”, și a și dispărut imediat ce lucrurile s-au înrăutățit.

Și totuși, ar fi greșit să socotim hiperinflația din 1923 doar o simplă consecință a Tratatului de la Versailles. Bineînțeles, germanilor așa le plăcea să creadă. În toată perioada postbelică au pretins că povara despăgubirilor de război a creat un deficit de cont curent de nesuportat; și că nu au avut încotro, fiind nevoiți să tipărească și mai multe bancnote pentru a-l finanța; că inflația era o consecință directă a deprecierei ulterioare a mărcii. Toate acestea erau menite să ascundă rădăcinile politice interne ale crizei monetare. Sistemul fiscal al Republicii de la Weimar era slab, nu în ultimul rând pentru că noul regim era lipsit de legitimitate din punctul de vedere al grupurilor cu venituri mai mari,

care au refuzat să plătească impozitele ce li s-au impus. În același timp, banii publici erau cheltuiți în mod nesăbuit, mai ales încheind acorduri salariale generoase cu sindicatele din sectorul public. Combinația de impozitare inefficientă și cheltuieli excesive a creat deficite imense în 1919 și 1920 (care depășeau 10% din produsul intern brut), înainte ca învingătorii să-și prezinte nota de plată a despăgubirilor de război. În 1923, când Germania suspendase plata despăgubirilor, deficitul era și mai mare. În plus, la începutul anilor 1920, cei însărcinați cu politica economică a Republicii de la Weimar nu au simțit nici un imbold să încerce să stabilizeze politica fiscală și monetară a Germaniei, nici măcar atunci când s-a ivit ocazia, la mijlocul anului 1920<sup>59</sup>. Mulți membri ai elitelor financiare ale Germaniei și-au făcut socoteala că o depreciere monetară galopantă va forța puterile aliate să revizuiască înțelegerea cu privire la despăgubirile de război, pentru că efectul ar fi fost ieftinirea exporturilor germane în comparație cu produsele americane, britanice și franțuzești. Era adevărat că, în contextul respectiv, deprecierea mărcii promovase exporturile germane. Dar germanii au trecut cu vederea faptul că boomul indus de inflație în perioada 1920-1922, într-un moment când și economia Statelor Unite și cea a Marii Britanii erau cuprinse de recesiunea postbelică, a creat un val și mai mare de importuri, anulând în felul acesta presiunile economice pe care germanii sperau să le exercite. Hiperinflația din Germania avea la bază o eroare de calcul. Atunci când francezii s-au dumirit că germanii nu au nici o intenție să-și respecte angajamentele oficiale de a plăti despăgubirile de război, au ajuns la concluzia că aceste despăgubiri trebuie obținute cu forța și au invadat regiunea industrială Rhur. Reacția germanilor a fost să intre în grevă generală („rezistență pasivă”), grevă pe care au finanțat-o cu și mai mulți bani de hârtie. Începea stadiul final al hiperinflației.

După cum sublinia Milton Friedman, inflația e un fenomen monetar. Dar hiperinflația este întotdeauna și oriunde un fenomen politic, în sensul că nu se poate declanșa fără să existe o disfuncție fundamentală a economiei politice a țării. Cu siguranță existau și modalități mai puțin catastrofice de a soluționa cererile contradictorii ale creditorilor naționali și ale celor străini în situația venitului național redus al Germaniei postbelice. Dar o combinație între blocajul intern și sfidarea externă – născută din refuzul multor germani de a accepta că imperiul lor fusese învins definitiv – a avut cel mai prost dintre toate rezultatele posibile: o prăbușire completă a monedei și a economiei înseși. La sfârșitul anului 1923 erau în circulație aproximativ  $4,97 \times 10^{20}$  mărci. Erau utilizate zilnic 20 de miliarde de mărci sub formă de bancnote. Rata anuală a inflației a atins un vârf de 182 de miliarde la sută. Prețurile erau, în medie, de 1,23 de trilioane de ori mai mari decât în 1913. E adevărat că existaseră și anumite beneficii pe termen scurt. Descurajând economisirea și încurajând consumul, accelerarea inflației stimulase producția și ocuparea forței de muncă până în al patrulea trimestru al anului 1922. După cum am văzut, deprecierea mărcii promovase exporturile germane. Însă colapsul din 1923 a fost cu atât mai grav cu cât a fost amânat. Producția industrială a scăzut la jumătate față de nivelul din 1913. Și șomajul a crescut, în momentul său de vârf, până la un sfert din sindicaliști, la care se adăuga încă un sfert dintre cei care munceau doar câteva ore pe zi. Cea mai gravă a fost trauma socială și psihologică determinată de criză. „Inflația are proporția unui fenomen de masă”, scria mai târziu Elias Canetti despre experiența sa de tinerețe în Frankfurtul lovit de criză. „[Inflația ar putea fi numită] un sabbat al devalorizării, în care unitatea monetară și omul interacționează în modul cel mai ciudat. Unul ține locul celuilalt, omul se simte la fel de «rău» ca și banul, care se deteriorează neîncetat. Și toți oamenii sunt înrobiți acestor bunuri de valoare și cu toții se simt la fel de derizorii”<sup>60</sup>.



Prețul hiperinflației : o bancnotă germană de un miliard de mărci din noiembrie 1923. De fapt e o bancnotă de un bilion de mărci, deoarece termenul german *Milliard* este echivalent cu un miliard american.

Produsul principal al hiperinflației a fost lipsa de valoare. Nu numai banii ajunseseră fără valoare, ci la fel deveniseră toate formele de bogăție și de venituri evaluate în bani. Între acestea se numărau și obligațiunile. Hiperinflația nu putea șterge datoria externă a Germaniei, care fusese stabilită în moneda de dinainte de război. Dar putea și chiar a reușit să suprimă toată datoria internă acumulată în timpul războiului, dărâmând muntele de datorii ca un cutremur economic devastator. Efectul semăna cu un impozit : o taxă impusă nu numai obligatarilor, ci și tuturor celor care trăiau dintr-un venit fix în numerar. Aceasta a dus la o imensă egalizare, întrucât a afectat în primul rând clasele mijlocii de sus : rentierii și înalții funcționari, specialiștii. Numai întreprinzătorii s-au aflat în poziția de a se feri cumva crescând prețurile, strângând dolari, investind în „valori reale” (cum ar fi case și fabrici) și plătindu-și datoriile în bancnote care se devalorizau. Urmările îndelungate pe plan economic ale hiperinflației erau și așa severe : bănci șubrezite și rate ale dobânzilor mereu ridicate, în care era inclusă acum și o substanțială primă de risc de inflație. Dar cele mai dureroase au fost consecințele sociale și politice ale hiperinflației din Germania. Economistul englez John Maynard Keynes formulase în 1923 teoria că era de preferat „eutanasierea rentierului” prin inflație decât șomajul în masă prin deflație – „pentru că într-o lume sărăcită e mai rău să provoci șomaj decât să-i dezamăgești pe rentieri”<sup>61</sup>. Și totuși, cu patru ani înainte chiar el conturase o vie imagine a consecințelor negative ale inflației :

Printr-un continuu proces de inflație, guvernele pot confisca, în taină și neobservat, o importantă parte a averii cetățenilor lor. Prin această metodă, acestea nu doar confiscă, ci confiscă în mod arbitrar ; și, în vreme ce acest proces îi sărăcește pe foarte mulți, pe unii îi îmbogățește. Imaginea acestei redistribuiri arbitrare a bogăției nu lovește numai în sentimentul de siguranță, ci și în încrederea în distribuirea existentă a averii. Cei cărora acest sistem le aduce bani picați din cer... devin „profitori”, ce ajung ținta urii burgheziei, pe care inflația a sărăcit-o la fel ca și pe proletariat. Pe măsură ce inflația continuă... toate relațiile permanente dintre debitori și creditori, care formează fundamentul capitalismului, ajung să fie atât de tulburate, încât nu mai au nici un sens...<sup>62</sup>

Keynes îi atribuia lui Lenin afirmația că „nu există un mijloc mai subtil, mai sigur de a răsturna baza existentă a unei societăți decât coruperea monedei” Nu există nici o

dovadă că Lenin ar fi spus așa ceva, dar alt bolșevic, Evgheni Preobrajenski\*, a descris tiparnița de bancnote drept „mitraliera Comisariatului pentru Finanțe care trăgea rafale în dosul sistemului burghez”<sup>63</sup>

Exemplul Rusiei amintește că Germania nu a fost singura țară învinsă care a avut de suferit de pe urma hiperinflației după Primul Război Mondial. Austria – ca și noile state independente Ungaria și Polonia – a suferit și ea o prăbușire la fel de severă a monedei între 1917 și 1924. În cazul Rusiei, hiperinflația a survenit în momentul în care bolșevicii au refuzat dintr-odată să plătească datoria sistemului țarist. Obligararii aveau să aibă aceeași soartă după al Doilea Război Mondial, când Germania, Ungaria și Grecia s-au trezit că și monedele și piețele obligațiunilor lor se prăbușesc\*\*

Hiperinflația ar fi relativ ușor de înțeles dacă ar fi legată exclusiv de costurile pierderii unor războaie mondiale. Dar există un lucru care nedumerește. În vremurile mai recente, o seamă de țări au fost nevoite să nu-și onoreze obligațiile – fie direct, prin suspendarea plăților dobânzilor, fie indirect, prin devalorizarea monedei în care sunt denominate datoriile – ca urmare a unor dezastre cu mult mai puțin dramatice. Cum se face că spectrul hiperinflației nu a fost alungat odată cu spectrul unui conflict global?

Șeful firmei PIMCO, Bill Gross, și-a început cariera făcând bani la blackjack, în Las Vegas. În opinia sa, atunci când un investitor cumpără o obligațiune e mereu un fel de joc de noroc. Un aspect al acestui joc e că o creștere a inflației nu va absorbi valoarea dobânzilor anuale ale obligațiunii. După cum explică Gross, „dacă inflația crește cu 10% și valoarea unei dobânzi la rată fixă e de doar 5%, asta înseamnă în principiu că obligatarul rămâne în urma inflației cu 5%. După cum am văzut, pericolul creat de creșterea inflației e că erodează puterea de cumpărare atât a capitalului, cât și a plăților dobânzilor. Și de aceea, la primul semn de creștere a inflației, prețurile obligațiunilor tind să scadă. Chiar și în anii 1970, când inflația a crescut în toată lumea, chiar și un cazinou din Nevada părea un loc destul de sigur unde să-ți investești banii, în comparație cu piața obligațiunilor. Gross își aduce foarte bine aminte momentul când în Statele Unite inflația a crescut la două cifre, cu un vârf de aproape 15% în aprilie 1980. După cum mărturisește el, „a fost o perioadă foarte neprietenoasă pentru obligațiuni și a produs... poate cea mai rea piață a obligațiunilor nu numai din câte ne aducem aminte, ci chiar din istorie” Mai exact, veniturile anuale reale din obligațiunile guvernamentale americane a fost în anii 1970 cu 3% mai mică, aproape la fel de rău ca în anii de inflație din timpul războaielor mondiale. Astăzi, doar câteva țări au rate ale inflației peste 10% și numai una singură, Zimbabwe, e lovită de hiperinflație\*\*\* Dar în 1979 cel puțin șapte țări au înregistrat o rată anuală a inflației de peste 50% și mai mult de 60 de state, între care și Marea Britanie și Statele Unite, aveau o inflație de două cifre. Dintre țările cele mai afectate, nici una nu a avut de suferit mai mult decât Argentina.

Pe vremuri, Argentina fusese întruchiparea prosperității. Însuși numele țării înseamnă „tărâmul argintului” Fluviul pe ale cărui maluri se înalță capitala e Río de la Plata – adică

\* Punctul forte al lui Preobrajenski era mai degrabă crima decât eutanasia; dintre toți liderii comuniști, el a fost unul dintre cei mai implicați în execuția lui Nicolae al II-lea și a familiei sale.

\*\* Cea mai ridicată rată a inflației din istorie a fost înregistrată în Ungaria în iulie 1946, când prețurile au crescut cu 4,19 cvintilioane la sută (adică 419 urmat de 16 zerouri).

\*\*\*La momentul când scriu aceste rânduri (martie 2008), o înmormântare în Zimbabwe costă un miliard de dolari zimbabwieni. Rata anuală a inflației este de 100.000%.

Fluviul de argint –, referire nu la culoarea apelor sale, care sunt maronii și măloase, ci la presupusele zăcămintele de argint aflate undeva în amonte. În 1913, conform unor estimări recente, Argentina era una dintre cele mai bogate zece țări din lume. În afara țărilor vorbitoare de limbă engleză, produsul intern brut pe cap de locuitor era mai ridicat doar în Elveția, Belgia, Olanda și Danemarca. Între 1870 și 1913, economia Argentinei s-a dezvoltat mai rapid decât cea a Statelor Unite și cea a Germaniei. Aici s-a investit aproape la fel de mult capital străin ca și în Canada. Nu e o simplă coincidență că la un moment dat existau doar două magazine Harrods în lume: unul pe Knightsbridge, în Londra, celălalt pe Avenida Florida, în inima orașului Buenos Aires. Argentina putea aspira în mod credibil la statutul de Marea Britanie, dacă nu chiar Statele Unite ale emisferei sudice. În februarie 1946, când noul președinte ales, generalul Juan Domingo Perón, a vizitat banca centrală din Buenos Aires, a rămas uimit de ceea ce a văzut: „Este atât de mult aur, încât nici nu mai ai pe unde să treci pe coridoare”.

Istoria economică a Argentinei în secolul XX e o lecție demonstrativă care arată că toate resursele din lume pot fi reduse la zero printr-o gestionare financiară defectuoasă. Mai ales după al Doilea Război Mondial țara a înregistrat în mod constant rezultate mai proaste decât vecinii săi și decât cea mai mare parte dintre țările lumii. În anii 1960 și 1970, de exemplu, evoluția sa a fost atât de slabă, încât produsul intern brut pe cap de locuitor era în 1988 la același nivel ca în 1959. În 1998 scăzuse la 34 % din nivelul Statelor Unite, în comparație cu anul 1913, când ajunsese la 72 %. Fusese întrecută, printre alții, de Singapore, Japonia, Taiwan și Coreea de Sud, ca să nu mai vorbim – cel mai dureros – de țara de vecină, Chile. Ce a mers prost? Unul dintre răspunsurile posibile e inflația, care a ajuns la două cifre între 1945 și 1952, între 1956 și 1969 și între 1970 și 1974; iar între 1975 și 1990 la trei cifre (sau chiar patru), atingând un vârf de 5.000 % în 1989. Un alt răspuns e incapacitatea de plată a datoriei: în 1982, 1989, 2002 și 2004, Argentina nu și-a plătit creditorii străini. Dar aceste răspunsuri nu sunt suficiente. Argentina fusese afectată de o inflație de două cifre în cel puțin opt ani între 1870 și 1914. În aceeași perioadă nu mai putuse să ramburseze creditul acordat de cel puțin două ori. Pentru a înțelege declinul economic al Argentinei, trebuie din nou să înțelegem că inflația a fost atât un fenomen politic, cât și monetar.

O oligarhie a proprietarilor funciari a încercat să întemeieze economia țării pe exporturi agricole către țările vorbitoare de limbă engleză, model care a eșuat în totalitate în perioada Marii Depresiuni. Imigrarea pe scară largă fără asigurarea unor terenuri agricole (cum s-a întâmplat în America de Nord), în vederea colonizării, a creat o clasă muncitoare la orașe disproporționat de numeroasă, care era extrem de vulnerabilă la mobilizarea de către populiști. Intervenții repetate ale forțelor armate în viața politică, începând cu lovitură de stat care l-a instalat la putere pe José F. Uriburu în 1930, au netezit drumul spre o politică nouă, cvasifascistă, sub conducerea lui Perón, care părea să ofere câte ceva pentru fiecare: salarii mai bune, condiții mai bune de lucru pentru muncitori și tarife vamale protecționiste pentru industriași. Alternativa lui Perón îndreptată împotriva forței de muncă, încercată între 1955 (când a fost înlăturat de la putere) și 1966, s-a bazat pe devalorizarea monetară, căutând să împace interesele agriculturii cu cele ale industriei. O altă lovitură militară, din 1966, a promis modernizarea tehnologică, dar nu a făcut decât să continue devalorizarea și să genereze o inflație și mai mare. Întoarcerea lui Perón în 1973 a fost un fiasco, mai ales că a coincis cu începutul unui val de inflație pe plan mondial. Inflația anuală a crescut până la 444 %. Încă o lovitură militară a declanșat un val de violențe în Argentina în timp ce *Proceso de Reorganización Nacional* (Procesul de Reorganizare Națională) a dus la condamnarea arbitrară la închisoare a mii de oameni și



la „dispariția” multora. În termeni economici, junta nu a reușit decât să împovăreze Argentina cu o datorie externă care a crescut rapid și care a depășit în 1984 60% din PIB (deși acest nivel însemna mai puțin de jumătate din nivelul maxim de îndatorare pe care îl atinsese la începutul anilor 1900). Ca de atâtea ori în timpul crizelor inflaționiste, și războiul a jucat un rol : pe plan intern împotriva presupușilor activiști subversivi, iar pe plan extern împotriva Marii Britanii după ocuparea Insulelor Falkland. Dar ar fi greșit să vedem aici un alt caz în care un regim învins își lichidează datoriile prin inflație. Ceea ce a făcut ca inflația Argentinei să scape de sub control nu a fost războiul, ci constelația forțelor sociale : oligarhii, *caudillos*, grupurile de interee ale producătorilor și sindicatele – și să nu uităm de clasele sărăcite sau *Descamisados* (literal, „fără cămăși”). Mai simplu, trebuie să spunem că nu a existat nici un grup social semnificativ interesat de stabilitatea prețurilor. Deținătorii de capital au fost atrași de deficit și devalorizare ; cei care își vindeau forța de muncă s-au obișnuit cu spirala salariu-preț. Trecerea treptată de la finanțarea internă a deficitelor publice la finanțarea lor din exterior a însemnat de fapt că deținerea de obligațiuni a fost externalizată<sup>64</sup>. În acest context trebuie înțeles eșecul planurilor succesive de stabilizare a monedei în Argentina.

În povestirea sa *Grădina cu cărări ce se bifurcă*, cel mai mare scriitor al Argentinei, Jorge Luis Borges, își închipuie scrierea unui înțelept chinez, Ts'ui Pen :

În orice ficțiune, de fiecare dată când un om are în față diverse alternative, optează pentru una dintre ele și le elimină pe celelalte ; în ficțiunea aproape inextricabilului Ts'ui Pen, optează – simultan – pentru toate. *Creează* astfel diferite viitoruri, diferite timpuri, care, la rândul lor, se multiplică și se bifurcă... În opera lui Ts'ui Pen se produc toate deznodămintele ; fiecare dintre ele este punctul de plecare al altor bifurcații... [Ts'ui Pen] nu credea într-un timp uniform, absolut. Credea în infinite serii de timpuri, într-o rețea crescătoare și vertiginoasă de timpuri divergente, convergente și paralele<sup>65</sup>

E o metaforă destul de bună pentru istoria financiară a Argentinei în ultimii 30 de ani. Acolo unde Bernardo Grinspun a încercat o reeșalonare a datoriilor și un management keynesian al cerințelor, Juan Sourrouille a încercat o reformă monetară (Planul Austral) combinată cu controlul salariilor și prețurilor. Nici unul din ei nu a reușit să conducă grupurile importante de interese pe propria cărare ce se bifurca. Cheltuielile publice au continuat să depășească veniturile din impozite ; au avut câștig de cauză argumentele în favoarea sistării premature a controlului salariilor și prețurilor ; inflația și-a reluat cursul după o foarte scurtă perioadă de stabilizare. Cărările ce se bifurcau s-au reîntâlnit în cele din urmă catastrofă, în 1989 : *annus mirabilis* în Europa de Est, *annus horribilis* pentru Argentina.

În februarie 1989 Argentina îndura una dintre cele mai toride veri din istorie. Sistemul de energie electrică din Buenos Aires făcea față cu greu. Oamenii s-au obișnuit cu întreruperi de curent de câte cinci ore. Băncilor și caselor de schimb li s-a ordonat să închidă prăvălia în vreme ce guvernul încerca să preîntâmpine prăbușirea monedei. Nu a reușit : în doar o lună, moneda argentiniană, australul, a scăzut cu 64% față de dolar. În același timp, Banca Mondială a înghețat împrumuturile către Argentina, pe motiv că guvernul nu reușise să echilibreze deficitul exagerat al sectorului public. Nici creditorii din sectorul privat nu s-au arătat mai entuziaști. În nici un caz investitorii nu ar fi cumpărat obligațiuni știind că inflația riscă să le spulbere valoarea reală în doar câteva zile. Pe măsură ce creșteau temerile că rezervele băncii se cam termină, prețurile obligațiunilor au scăzut. Guvernul, disperat, nu mai avea de ales : trebuia să recurgă la tiparnița de

bani. Dar și asta a dat greș. Vineri, 28 aprilie, Argentina a rămas, la propriu, fără bani. La o conferință de presă, Roberto Eilbaum, vicepreședintele Băncii Centrale, spunea că „e doar o problemă tehnică” Monetăria rămăsese efectiv fără hârtie și tipografii intraseră în grevă. „Nu știu cum ne vom descurca”, a mărturisit el, „dar luni banii trebuie să iasă”

În iunie, cu rata *lunară* a inflației depășind 100%, frustrarea populației era aproape de a da în clocot. Încă din aprilie clienții unui supermarket din Buenos Aires răsturnaseră cărucioarele pline cu mărfuri după ce conducerea anunțase la difuzor că toate prețurile cresc din acel moment cu 30%. În iunie, la Rosario, al doilea oraș ca mărime din Argentina, timp de două zile a fost o revoltă populară, având loc și jafuri în urma cărora cel puțin 14 oameni au murit. Ca și pe vremea Republicii de la Weimar, principalii păgubiți de hiperinflația din Argentina nu au fost muncitorii de rînd, care au avut mai multe șanse să coreleze creșterile prețurilor cu sporurile la salariu, ci mai ales cei ce se bazau pe venituri fixate în numerar, precum funcționarii sau cadrele didactice cu salarii fixe sau pensionarii care trăiau din dobânda economiilor lor. Și, la fel ca în Germania anilor 1920, principalii beneficiari au fost cei cu datorii importante, care au fost pur și simplu lichidate de inflație. Printre acești beneficiari s-a numărat și statul însuși, pentru că toți banii pe care îi datora erau denominați în australi.

Dar nu se putea scăpa așa ușor de toate datoriile Argentinei. În 1983 datoria externă a țării, care era denumită în dolari americani, ajunsese la 46 de miliarde, echivalentul aproximativ a 40% din producția națională. Indiferent ce s-a întâmplat cu moneda argentiniană, această datorie denumită în dolari a rămas neschimbată. Ba chiar a continuat să crească deoarece guvernele, disperate, au împrumutat și mai mulți dolari. În 1989 datoria externă a țării era de peste 65 de miliarde de dolari. În deceniul următor avea să crească în continuare, ajungând la 155 de miliarde de dolari. Creditorii naționali avuseseră deja de pierdut din cauza inflației. Dar Argentina nu putea scăpa de povara datoriei sale externe decât neachitând-o. După cum am văzut, Argentina a adoptat soluția aceasta de mai multe ori înainte. În 1890 Banca Barings ajunsese în pragul falimentului din pricina investițiilor sale în titluri financiare argentinienne (mai ales din cauza unei emisiuni eșuate de obligațiuni pentru Regia Apă-Canal din Buenos Aires), când guvernul Argentinei a hotărât să nu își mai plătească datoria externă. Vechiul rival al Băncii Barings, familia Rothschild, a convins guvernul britanic să contribuie cu un milion de lire la ceea ce a devenit un fond de salvare de 17 milioane de lire, argumentul fiind că falimentul Băncii Barings ar fi fost „o calamitate groaznică pentru comerțul britanic pretutindeni în lume”<sup>66</sup> Și tot primul lord Rothschild a fost cel care a prezidat o comisie de bancheri înființată pentru a le impune reforme năbădăoșilor argentinieni. Împrumuturile viitoare aveau să fie condiționate de o reformă monetară care să evalueze pesoul în funcție de aur prin intermediul unui consiliu monetar independent și inflexibil<sup>67</sup> Dar un secol mai târziu familia Rothschild era mai interesată de podgoriile argentinienne decât de datoria acestei țări. Fondului Monetar Internațional i-a revenit sarcina ingrată de a încerca să evite (sau cel puțin să diminueze) efectele neplății datoriilor de către Argentina. Din nou soluția a fost constituirea unui consiliu, de data asta evaluând moneda națională în funcție de dolar.

Când a fost introdus noul *peso convertible* de ministrul de Finanțe Domingo Cavallo, în 1991, era a șasea monedă argentiniană în decurs de un secol. Dar și această soluție a dat greș. E adevărat că în 1996 inflația fusese redusă la zero ; și a devenit chiar negativă în 1999. Dar rata șomajului era de 15% și inegalitatea la nivelul veniturilor era aproape la fel de mare ca în Nigeria. În plus, restricțiile monetare nu au fost niciodată însoțite și de restricții fiscale ; datoria publică a crescut de la 35% din PIB la sfârșitul anului 1994 la 64% la sfârșitul lui 2001 pentru că administrația centrală și cele provinciale au preferat

să exploateze piața internațională a obligațiunilor în loc să-și echilibreze bugetele. Pe scurt, în ciuda faptului că a stabilitat moneda și chiar a redus inflația, Cavallo nu reușise să modifice apucăturile sociale și instituționale de fond care provocaseră atâtea crize monetare în trecut. Era pregătit terenul pentru o nouă intrare a Argentinei în incapacitate de plată și pentru o nouă monedă. După două acțiuni de salvare, în ianuarie (15 miliarde de dolari) și în mai (opt miliarde de dolari), FMI a refuzat să-i mai arunce și un al treilea colac de salvare. Pe 23 decembrie 2001, la sfârșitul unui an în care produsul intern brut pe cap de locuitor a scăzut cu un agonizant 12%, guvernul a anunțat un moratoriu privind întreaga datorie externă, inclusiv obligațiuni în valoare de 81 de miliarde de dolari: în termeni nominali, cea mai de amploare neplată a unei datorii din istorie.

Istoria Argentinei ilustrează faptul că piața obligațiunilor nu e chiar așa de puternică cum ar părea la prima vedere. Diferența medie de 295 de puncte de bază între obligațiunile argentinienesc și cele britanice în anii 1880 nu prea a reușit să-i compenseze pe investitori ca Banca Barings pentru riscurile asumate investind în Argentina. În același fel, diferența medie de 664 de puncte de bază dintre obligațiunile argentinienesc și cele americane în perioada 1998-2000 minimaliza semnificativ riscul de neplată în vreme ce ancorarea monedei de către Cavallo începea să cedeze. Când a fost anunțată intrarea în incapacitate de plată, diferența a crescut la 5.500 de puncte de bază; în martie 2002 a depășit 7.000 de puncte de bază. După lungi negocieri chinuitoare (era vorba despre 152 de tipuri de bancnote, denumite în șase devize diferite și aflate sub opt jurisdicții), majoritatea celor aproximativ 500.000 de creditori au acceptat să primească noi obligațiuni valoând cam 35 de cenți la un dolar, una dintre cele mai drastice „marje” din istoria pieței obligațiunilor<sup>68</sup>. Neplata datoriilor pe care le avea Argentina s-a dovedit a avea atâtea succes (de atunci creșterea economică a explodat, iar obligațiunile sunt din nou în zona 300-500 de puncte de bază), încât mulți economiști au început să se întrebe de ce debitorii suverani își mai onorează angajamentele față de deținătorii străini de obligațiuni<sup>69</sup>.

## Resurecția rentierului

După cum am văzut, în anii 1920, Keynes prezicea „eutanasierea” rentierului, anticipând că inflația va înghiți în cele din urmă toată averea fictivă a celor care și-au investit banii în obligațiuni guvernamentale. Totuși, în vremurile noastre, vedem o resurecție miraculoasă a deținătorului de obligațiuni. După Marea Inflație a anilor 1970, în ultimii 30 de ani țările și-au redus pe rând inflația la o singură cifră<sup>70</sup> (Chiar și în Argentina, inflația e sub 10%, deși unele estimări neoficiale înregistrate de provinciile Mendoza și San Luis o plasează la peste 20%.) Iar pe măsură ce inflația a scăzut, și obligațiunile s-au grupat pe una dintre cele mai mari piețe ale obligațiunilor din istoria modernă aflate în creștere. Și mai remarcabil, în ciuda spectaculosului refuz de plată al Argentinei – ca să nu mai vorbim de cel al Rusiei din 1998 –, spread-urile obligațiunilor de pe piețele emergente au avut o tendință continuă de a se micșora, ajungând la un minimum la începutul anului 2007, ceea ce nu s-a mai întâmplat de dinainte de Primul Război Mondial, generând o încredere neștrămutată în viitorul economic. Zvonurile despre moartea „Domnului Bond” s-au dovedit în mod clar a fi exagrate.

Inflația s-a redus în parte și pentru că lucrurile pe care le cumpărăm, de la haine la computere, s-au ieftinit ca urmare a inovațiilor tehnologice și a relocalizării producției în economiile cu salarii scăzute din Asia. S-a redus și din pricina unei modificări a politicii

monetare pe plan mondial, care a început cu creșteri de inspirație monetaristă a ratelor pe termen scurt, măsuri implementate de Banca Angliei și Rezervele Federale la sfârșitul anilor 1970 și începutul anilor 1980, și a continuat cu lărgirea independenței și a țințelor explicite ale băncii centrale în anii 1990. Așa cum a demonstrat cazul Argentinei, la fel de important a fost faptul că unele dintre elementele structurale care stimulau inflația au slăbit. Sindicatele și-au mai pierdut din putere. Industriile de stat care înregistrau pierderi au fost privatizate. Dar, poate cel mai important dintre toate, s-a mărit cîntecul socială interesată de creșterea unei rentabilități reale pozitive a obligațiunilor. În țările dezvoltate un procent tot mai mare din bogăție e deținută sub forma fondurilor private de pensii și a caselor de economii cărora li se cere – sau cel puțin așa e de așteptat – să dețină o mare parte a activelor lor sub forma unor obligațiuni guvernamentale și a altor titluri cu venit fix. O analiză a fondurilor de pensii făcută în 2007 în 11 economii majore arăta că mai bine de un sfert din activele lor erau obligațiuni, un nivel mai scăzut decât în deceniile anterioare, dar o proporție încă substanțială<sup>71</sup>. Pe an ce trece, proporția populației care trăiește din veniturile provenite de pe urma acestor fonduri e în continuă creștere, pe măsură ce crește și proporția pensionarilor.

Ceea ce ne face să ne întoarcem la Italia, țara în care s-a născut piața obligațiunilor. În 1965, în ajunul Marii Inflații, doar 10% dintre italieni aveau 65 de ani sau mai mult. Astăzi proporția e dublă: în jur de o cincime. Iar în 2050, conform estimărilor Organizației Națiunilor Unite, va ajunge aproape la o treime. Într-o astfel de societate aflată în proces de îmbătrânire, e o nevoie imensă și în continuă creștere de titluri cu venit fix și de o inflație scăzută pentru a garanta că dobânda acestora își menține puterea de cumpărare. Pe măsură ce tot mai mulți oameni ies din câmpul muncii, deficitele recurente ale sectorului public fac ca piața obligațiunilor să nu ducă niciodată lipsă de noi obligațiuni scoase la vânzare. Iar faptul că Italia a renunțat la suveranitatea monetară în favoarea Băncii Centrale Europene înseamnă că niciodată politicienii italieni nu ar trebui să mai aibă ocazia să tipărească bani și astfel să declanșeze spirala inflaționistă.

Asta nu înseamnă totuși că piața obligațiunilor e cea care conduce lumea în sensul la care se referea James Carville. Într-adevăr, genul de disciplină pe care o asocia cu piața obligațiunilor în anii 1990 era evidentă tocmai datorită lipsei de disciplină în timpul administrației lui George W. Bush, succesorul președintelui Bill Clinton. Cu doar câteva luni înainte de alegerea președintelui Bush, pe 7 septembrie 2000, National Debt Clock din Times Square din New York a fost oprit. În ziua aceea acesta indica: „Datoria noastră publică: 5.676.989.904.887 de dolari. Partea familiei tale: 73.733 de dolari” După trei ani de excedente bugetare, ambii candidați la președinție vorbeau de parcă achitarea datoriei publice ar fi fost un proiect viabil. După cum relatea CNN:

Candidatul la președinție din partea Partidului Democrat, Al Gore, a schițat un plan care, spune el, va elimina datoria până în 2012. Unii consilieri economici ai lui George W. Bush, guvernatorul statului Texas și candidatul la președinție din partea Partidului Republican, sunt de acord în principiu cu achitarea datoriei, dar nu s-au angajat s-o elimine până la o dată anume<sup>72</sup>.

Faptul că al doilea candidat nu și-a luat un angajament clar a fost un semn. În timpul mandatului lui Bush la Casa Albă, administrația sa a înregistrat deficite bugetare în șapte din cei opt ani. Datoria federală a crescut de la cinci trilioane la nouă trilioane de dolari. Biroul pentru Buget al Congresului a estimat o creștere continuă până la peste 12 trilioane de dolari în 2017. Și totuși, departe de a sancționa această risipă excesivă, piața obligațiunilor

chiar a răsplătit-o. Între decembrie 2000 și noiembrie 2008, randamentul la obligațiunile de tezaur *a scăzut* de la 5,24% la 3,53%.

Studiind piața obligațiunilor izolat, e imposibil să înțelegem această „enigmă” – cum numea Alan Greenspan această incapacitate a randamentelor obligațiunilor de a reacționa la creșterile ratei dobânzilor pe termen scurt<sup>73</sup>. Așa că acum ne mutăm atenția de la piața datoriilor guvernamentale la sora sa mai tânără și în multe privințe mai dinamică: piața participațiilor la capitalurile corporatiste, numită colocvial piața de capital.

## Capitolul 3

# Cum se sparg bulele

Anzii se întind pe mai bine de patru mii de mile ca o coloană vertebrală contorsionată și zimțuită de-a lungul jumătății vestice a continentului sud-american. Format cam cu o sută de milioane de ani în urmă, în momentul în care placa tectonică Nazca a început să alunece încet, dar tumultuos sub placa tectonică sud-americană, cel mai înalt vârf al său, muntele Aconcagua din Argentina, a atins 6.961 de metri deasupra nivelului mării. Frații mai mici din Chile ai muntelui Aconcagua stau ca niște santinele albe și strălucitoare în jurul orașului Santiago. Dar abia când ajungi pe înălțimile platoului bolivian îți dai seama de imensitatea Anzilor. Când se înalță norii de ploaie pe drumul dintre La Paz și lacul Titicaca, vezi munții care domină zarea, conturând la orizont o uluitoare linie neregulată, ca dinții unui fierăstrău.

Când privești Anzii, e greu să-ți închipui că vreo formă de organizare umană poate înfrunta o asemenea barieră naturală imensă. Dar o companie americană nu s-a lăsat intimidată de piscurile ascuțite, cum nu s-a sfiit nici în fața pădurii amazoniene care se întinde la est. Compania aceasta s-a apucat să construiască o conductă de gaze din Bolivia, de-a latul continentului, până la coasta atlantică a Braziliei și alta – cea mai lungă din lume – din capătul Patagoniei până în capitala Argentinei, Buenos Aires.

Astfel de planuri grandioase, subliniind ambiția nemăsurată a capitalismului modern, au fost posibile datorită inventării uneia dintre cele mai importante instituții ale lumii moderne : compania. Ea este cea care le permite câtorva mii de oameni să-și comaseze resursele pentru proiecte riscante pe termen lung care necesită investirea unor imense sume de capital înainte să se poată realiza profituri. Aparând activitatea bancară și născându-se piața obligațiunilor, următorul pas în istoria ascensiunii banilor a fost deci apariția societății pe acțiuni cu răspundere limitată : pe acțiuni deoarece capitalul era deținut în comun de mai mulți investitori ; cu răspundere limitată pentru că, datorită existenței separate a companiei ca persoană juridică, investitorii nu riscă să-și piardă toată averea în cazul în care întreprinderea eșua. Răspunderea lor se limita la banii pe care îi folosiseră ca să cumpere participație la capitalul societății. Și întreprinderile mai mici ar putea opera ca societăți. Dar cei ce aspirau să acopere continente întregi aveau nevoie de companie<sup>1</sup>.

Totuși, capacitatea companiilor de a transforma economia mondială depindea de altă inovație înrudită. În teorie, directorii societăților pe acțiuni ar trebui să fie ținuți în frâu de acționarii vigilenți, care participă la reuniunile anuale și încearcă să-și exercite influența direct sau indirect, prin intermediul administratorilor. În practică, principala formă de control este exercitată de bursele de valori, unde un număr aproape infinit de părțile din companii (numiți-le cum vreți : stocuri, acțiuni, acțiuni ordinare) sunt cumpărate și

vândute în fiecare zi. În esență, prețul pe care sunt dispuși să-l plătească oamenii pentru o buchiță dintr-o companie ne spune câți bani socotesc ei că va face acea companie în viitor. În fapt, bursele implică un fel de referendumuri din oră în oră privind companiile ale căror acțiuni sunt tranzacționate: dacă sunt bine conduse, dacă produsele lor sunt atrăgătoare și care sunt perspectivele principalelor lor piețe.

Dar bursele de valori au și ele o viață a lor. Viitorul e în mare măsură nesigur, așa încât evaluările noastre privind rentabilitatea economică viitoare a anumitor companii s-ar putea să varieze. Dacă am fi cu toții niște mașini de calcul, am procesa toate informațiile în același timp și am ajunge la aceeași concluzie. Dar suntem oameni, deci suntem înclinați spre miopie și toane. Când prețurile de piață saltă la unison, așa cum se întâmplă adesea, investitorii parcă sunt loviți de un fel de euforie colectivă, ceea ce Alan Greenspan, fostul președinte al Rezervelor Federale, numea exuberanță irațională<sup>2</sup>. Dimpotrivă, când „spiritul animalic” al investitorilor trece de la lăcomie la spaimă, bula euforiei de mai înainte se sparge subit. Iar simbolistica zoologică e, bineînțeles, parte integrantă a culturii bursei. Cumpărătorii optimiști de acțiuni sunt *tauri*, vânzătorii pesimiști sunt *urși*. Astăzi se spune că investitorii sunt o cireadă de erbivore electronice, acum păscând fericite venituri pozitive, acuși năpustindu-se înnebunite spre poarta fermei. Adevărul e că piețele de valori sunt o oglindă a psihicului *uman*. La fel ca *Homo sapiens*, și ele pot ajunge în depresie. Pot chiar să fie complet distruse. Și totuși, speranța – sau poate e doar amnezia? – pare întotdeauna să fie în stare să triumfe după aceste experiențe nefericite.

În cei patru sute de ani de când s-au vândut și s-au cumpărat primele acțiuni, a existat o serie de bule financiare. De nenumărate ori, prețul acțiunilor a urcat până la niveluri de nesuștinut doar pentru ca apoi să se prăbușească din nou. De nenumărate ori acest proces a fost însoțit de escrocherii pentru că unii inițiați fără scrupule au încercat să profite pe seama novicilor naivi. Acest șablon e atât de familiar, încât poate fi împărțit în cinci etape:

1. *transferul*: unele modificări în circumstanțele economice creează oportunități noi și profitabile pentru anumite companii;
2. *euforia* sau tranzacționarea excesivă: se instalează un proces de feedback prin care așteptarea unor profituri mai mari duce la o creștere rapidă a prețurilor acțiunilor;
3. *mania* sau bula: perspectiva unor aporturi facile de capital îi atrage pe investitorii neinițiați și pe escrocii dornici să-i ușureze de bani pe cei dintâi;
4. *stresul*: inițiații își dau seama că profiturile așteptate nu pot justifica prețul acum exorbitant al acțiunilor și încep să obțină beneficii vânzând;
5. *repulsia* sau pierderea încrederii: pe măsură ce prețul acțiunilor scade, toți outsiderii se precipită să caute o cale de scăpare, provocând spargerea bulei<sup>3</sup>

Inflația prețurilor bursiere mai au trei trăsături recurente. Prima se referă la rolul a ceea ce unii numesc informații asimetrice. Inițiații – cei care gestionează societățile-fantomă – știu mult mai multe decât outsiderii, pe care vor să-i ușureze de bani. În afaceri există întotdeauna astfel de asimetrii, bineînțeles, dar în cazul unei bule inițiații le exploatează prin mijloace necinstite<sup>4</sup>. A doua trăsătură e determinată de fluxurile transfrontaliere de capital. Bulele tind să se ivească mai ales atunci când capitalul circulă liber între țări. Speculatorul experimentat, care operează dintr-un mare centru financiar, s-ar putea să nu aibă informațiile din interior ale celui cu adevărat inițiat. Însă este mai înclinat să-și aleagă mai bine momentul – cumpărând din vreme și vânzând înainte ca bula să se spargă – decât proaspătul investitor naiv. În cazul unei bule, cu alte cuvinte, nu toți sunt iraționali; sau,

cel puțin, unii dintre cei exuberanți sunt mai puțin iraționali decât alții. În sfârșit și cel mai important, trebuie să constatăm că fără credite ușor de obținut nu poate apărea o bulă adevărată. De aceea atât de multe bule au la origine omisiunile sau comisioanele băncilor centrale.

Nimic nu ilustrează mai clar decât istoria repetitivă a inflației prețurilor bursiere că ființelor umane le vine foarte greu să tragă învățăminte. Să ne gândim cum vedeau lumea cititorii revistei *Business Week* în două momente diferite, la exact 20 de ani distanță. Pe 13 august 1979, pe copertă era publicat un certificat de acțiuni mototolit sub forma unei săgeți de hârtie strivite, avînd deasupra comentariul: „Moartea acțiunilor: cum distruge inflația bursa” Cititorilor li se explica limpede magnitudinea crizei:

Masele au trecut de multă vreme de la acțiuni la investiții care au randamente mai mari și sunt mai protejate de inflație. Acum fondurile de pensii – ultima speranță a pieței – au obținut permisiunea de a trece de acțiuni și obligațiuni la imobiliare, contracte la termen, aur și chiar diamante. Se pare că acțiunile chiar sunt pe moarte<sup>5</sup>

În acea zi, indicele Dow Jones, cel mai vechi de la bursa americană, a închis la 875, cam același nivel avut cu zece ani înainte și cu aproape 17% sub vârful de 1.052 atins în ianuarie 1973. Pesimismul era de înțeles după un deceniu și jumătate de dezamăgiri. Și totuși, departe de a fi pe moarte, peste doar câțiva ani acțiunile americane aveau să fie obiectul uneia dintre marile presiuni ale speculanților *à la hausse* din vremurile moderne. După ce a atins nivelul cel mai de jos, în august 1982 (777), indicele Dow Jones a crescut de peste trei ori în numai cinci ani, atingând un record de 2.700 în vara anului 1987. După o lichidare rapidă în octombrie 1987, indicele a început din nou să crească. După 1995, ritmul său de creștere chiar s-a accentuat. Pe 27 septembrie 1999, a închis la aproape 10.395, ceea ce însemna că prețul mediu al unei mari corporații americane a crescut de 12 ori în doar 20 de ani. În acea zi, publicul revistei *Business Week* putea citi emoționat:

Condițiile nu trebuie să se îmbunătățească foarte mult pentru ca indicele Dow Jones să ajungă la 36.000, spun James K. Glassman și Kevin A. Hassett în *Dow 36,000: The New Strategy for Profiting from the Coming Rise in the Stock Market*. Ei argumentează că bursa merită deja să fie un indice de 36.000 și că prețurile acțiunilor se vor îndrepta către această creștere în următorii trei-cinci ani, pe măsură ce investitorii vor ajunge și ei la această concluzie... Piața – chiar și la un coeficient de capitalizare bursieră de 30\* – este un chilipir. După părerea lor, „un preț cât se poate de rezonabil” al pieței... este un profit de 100 de ori mai mare<sup>6</sup>

Acest articol a fost publicat cu mai puțin de patru luni înainte de colapsul bulei internetului, a cărei creștere se bazase pe așteptările exagerate cu privire la viitoarele profituri ale unor companii tehnologice. În octombrie 2002, indicele Dow Jones scăzuse la 7.286, nivel pe care nu îl mai atinsese decât la sfârșitul anului 1997. La momentul când scriu aceste rânduri (aprilie 2008), încă se situează la o treime din valoarea pe care au prezis-o Glassman și Hassett.

\* Raportul dintre prețul acțiunilor și beneficiile lor, inclusiv și dividendele. Media pe termen lung (din 1871) a coeficientului de capitalizare bursieră în Statele Unite este de 15,5. Valoarea maximă a fost atinsă în 1999: 32,6. În mod obișnuit acesta se cantonează în jur de 18,6 (cifre pentru indicele 500 Standard and Poor's, extins în timp pentru Global Financial Data).



Performanța bursei americane se măsoară, poate, cel mai corect comparând valoarea totală a câștigurilor din acțiuni, presupunând că se reinvestesc toate dividendele, cu randamentele totale ale altor active financiare, cum ar fi obligațiunile guvernamentale și cambiile comerciale sau biletele de tezaur, ultimele putând fi considerate un substitut pentru orice alt instrument cu o aplicare de scurtă durată, cum ar fi fondurile de piață monetară sau depozitele bancare la vedere. Data de început, 1964, e anul nașterii autorului. Va deveni limpede imediat că, dacă părinții mei ar fi putut să investească chiar și o sumă modestă la bursa americană la acea dată și ar fi continuat să-și reinvestească dividendele pe care le-ar fi câștigat în fiecare an, ar fi putut să-și sporească investiția inițială de aproape 70 de ori până în 2007. De exemplu, 10.000 de dolari ar fi devenit 700.000 de dolari. Alternativele reprezentate de obligațiuni sau de bonurile de tezaur ar fi însemnat un câștig mai mic. Un fond de investiții în obligațiuni ar fi crescut de mai puțin de 23 de ori ; un portofoliu de bonuri de tezaur ar fi crescut de numai 12 ori. Nu mai e nevoie să spunem că aceste cifre trebuie ajustate descrescător pentru a ține seama de costul vieții, care a crescut de aproape șapte ori în timpul vieții mele. În termeni reali, acțiunile au crescut de 10,3 ori, obligațiunile de 3,4 ori, bonurile de tezaur de 1,8 ori. Dacă părinții mei ar fi făcut greșea de a cumpăra pur și simplu 10.000 de dolari în bancnotele din anul 1964, valoarea reală a economiilor fiului lor ar fi scăzut în termeni reali cu 85%.

Pe termen lung nici o bursă nu a surclasat-o pe cea americană. O estimare a randamentelor reale ale piețelor bursiere pe termen lung arăta o rentabilitate medie la bursa americană de 4,73% pe an, între anii 1920 și anii 1990. Urma Suedia (3,71), Elveția (3,03), Marea Britanie înscriindu-se abia în top 10 cu 2,28%. Dintre cele 27 de burse studiate, șase au suferit cel puțin o întrerupere majoră, de obicei din pricina unui război sau a unei revoluții. Zece piețe au avut rentabilități reale negative pe termen lung, cele mai afectate fiind cele din Venezuela, Peru, Columbia și, pe ultimul loc, bineînțeles, Argentina (-5,36%)<sup>7</sup> „Acțiunile pe termen lung” nu constituie nici pe departe un panaceu<sup>8</sup> Rămâne totuși un adevăr că, în cele mai multe țări pentru care avem date pe perioade îndelungate, acțiunile au surclasat obligațiunile – cu un factor de aproximativ 5 în secolul XX<sup>9</sup> Și nu trebuie să ne surprindă în nici un fel. După cum am văzut în capitolul 2, obligațiunile sunt doar o promisiune a guvernelor de a plăti dobândă și în cele din urmă de a rambursa suma după o anumită perioadă specificată. Fie prin neplată, fie prin depreciere monetară, multe guverne nu și-au onorat aceste promisiuni. În schimb, o acțiune e o parte din capitalul unei corporații cu scop lucrativ. Dacă respectiva companie reușește în eforturile sale, nu vor exista doar dividende, ci și o probabilitate semnificativă de apreciere a capitalului. Dar, bineînțeles, există și riscuri. Câștigurile din acțiuni sunt mai puțin predictibile și mai volatile decât rentabilitatea obligațiunilor și a bonurilor de tezaur. Sunt mai multe șanse ca o corporație obișnuită să dea faliment și să dispară cu totul decât ca un stat suveran obișnuit să dispară. În cazul falimentului acelei societăți comerciale, titularii de obligațiuni și de alte forme de îndatorare vor fi despăgubiți primii ; deținătorii de acțiuni comune s-ar putea să nu mai capete nimic. Din aceste motive, economiștii consideră că câștigurile superioare din acțiuni includ „o primă de risc pentru acțiuni”, deși în anumite cazuri e limpede că merită să-ți asumi acest risc.

## Compania în care te afli

În spatele fațadei cu ornamente în stil baroc a bisericii San Moisè din Veneția, chiar sub picioarele zecilor de mii de turiști care o vizitează în fiecare an, se află o inscripție remarcabilă, dar rareori băgată în seamă :

### HONORI ET MEMORIAL JOANNIS LAW EDINBURGENSES REGII GALLIARUM AERARI PREFECTI CLARISSIMA

„În onoarea și memoria lui John Law din Edinburgh, distinsul controlor al trezoreriei regilor francilor.” E un loc de veci neobișnuit pentru omul care a inventat bula bursieră.

Un scoțian ambițios, condamnat pentru crimă, jucător împătimit și geniu financiar pervers, John Law nu a fost responsabil doar pentru primul adevărat ciclu de expansiune și contracție a prețurilor activelor. Se poate spune și că, indirect, a cauzat Revoluția Franceză, distrugând toate șansele Vechiului Regim monarhic de a-și reforma finanțele. Istoria sa e una dintre cele mai uluitoare și mai puțin înțelese povești de aventuri din toată istoria finanțelor. În multe privințe face parte și din istoria vremurilor noastre.

Născut la Edinburgh în 1671, Law era fiul unui aurar de succes și moștenitor al castelului Lauriston, de unde se vedea Firth of Forth. A plecat, în 1692, la Londra, unde și-a risipit averea în tot felul de investiții riscante și la cărți. Doi ani mai târziu, în urma unui duel cu vecinul său, care nu voia să mai locuiască în aceeași casă cu desfrânatul de Law și amanta lui, adversarul lui Law a fost ucis. Acesta a fost judecat și condamnat la moarte, dar a reușit să fugă din închisoare și s-a retras la Amsterdam.

Law nu ar fi putut alege un oraș mai nimerit unde să se ascundă. Prin anii 1690, Amsterdamul era capitala mondială a inovărilor din sectorul financiar. Pentru a-și finanța lupta împotriva Spaniei la sfârșitul secolului al XVI-lea, după cum am văzut în capitolul precedent, olandezii au îmbunătățit sistemul italian al datoriei publice (introducând, printre altele, împrumuturi de loterie, care le permitea oamenilor să riște investindu-și economiile în datoria publică). Își reformaseră și moneda, creând ceea ce, fără îndoială, a fost prima bancă centrală, Banca de Schimburi din Amsterdam (*Wisselbank*), care a rezolvat problema devalorizării monedei, creând o formă fiabilă de bani scripturali (vezi capitolul 1). Dar, probabil, cea mai mare invenție a olandezilor a fost societatea pe acțiuni.

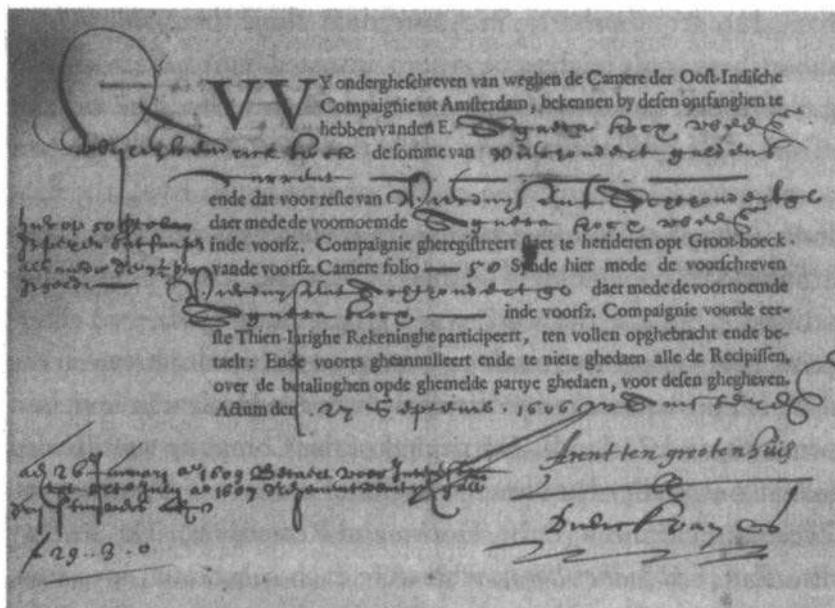
Povestea companiei a început cu un secol înainte de sosirea lui Law și își avea originea în eforturile neguțătorilor olandezi de a smulge din mâinile Portugaliei și Spaniei controlul asupra comerțului atât de profitabil cu mirodeniile aduse din Asia. Europeanii erau înnebuniți după mirodenii precum scorțișoara, cuișoarele, nucșoara și piperul, folosite nu numai pentru a da gust mâncării, ci și pentru a conserva alimentele. De secole, aceste articole erau aduse pe uscat, pe Drumul Mirodeniilor, din Asia până în Europa. Dar, după descoperirea de către portughezi a drumului pe mare spre Indiile de Est ocolind Capul Bunei Speranțe, s-au ivit noi oportunități de afaceri irezistibil de atrăgătoare. Muzeul de Istorie din Amsterdam e plin de picturi înfățișând corăbiile olandeze în drum spre sau venind dinspre Indiile de Est. Pe unul dintre primele scrie : „Patru corăbii au ridicat pânzele ca să se ducă și să aducă mirodenii din Bantam și acolo au întemeiat factorii. Și s-au întors încărcate cu bogății... la Amsterdam. Plecate pe 1 mai 1598, întoarse în 19 iulie 1599” După cum sugerează asta, călătoria dus-întors era foarte lungă (14 luni era de fapt sub medie). O astfel de călătorie era și plină de riscuri : din 22 de nave care au ridicat ancora în 1598, doar vreo 12 s-au întors tefere. Din aceste motive, era normal ca

neguțatorii să-și comaseze resursele. Pe la 1600 existau deja vreo șase companii ale Indiilor de Est nou-înființate care operau din principalele porturi olandeze. Totuși, în fiecare caz aceste entități erau constituite pe termen limitat, specificat dinainte – de obicei pe durata estimată a călătoriei –, după care capitalul le era rambursat investitorilor<sup>10</sup>. Dar acest model de afaceri nu era suficient pentru a construi niște baze permanente și fortificații care erau evident necesare dacă voiau să le ia locul portughezilor și aliaților lor, spaniolii\* Îmboldite atât de calcule strategice, cât și de profituri, Sările Generale olandeze, parlamentul Provinciilor Unite, au propus, în consecință, să fuzioneze companiile existente în acel moment într-o singură entitate. Iar rezultatul a fost Compania Unită a Indiilor de Est, Vereenigde Nederlandsche Geocroyeerde Oostindische Compagnie (Compania Olandeză Unită a Indiilor de Est sau, prescurtat, VOC), fondată oficial în 1602, care avea dreptul de monopol asupra comerțului olandez la est de Capul Bunei Speranțe și la vest de Strâmtoarea Magellan<sup>11</sup>.

Structura VOC constituia o noutate din mai multe puncte de vedere. E adevărat că, la fel ca predecesoarele sale, se presupunea a fi constituită pe o perioadă determinată, în acest caz pentru 21 de ani; articolul 7 al statutului companiei stipula că investitorii vor avea dreptul să-și retragă banii după doar zece ani, când se făcea prima balanță generală. Dar dimensiunea acestei companii era fără precedent. Toți rezidenții Provinciilor Unite puteau subscrie la capitalul Companiei, iar statutul nu stabilea nici o limită superioară pentru suma pe care o puteau investi. Neguțatori, meșteșugari, ba chiar și servitori s-au îngămădit să cumpere acțiuni; numai în Amsterdam erau 1.143 de investitori, dintre care doar opt au investit mai mult de 10.000 de guldeni, iar 445 mai puțin de 1.000. Suma totală s-a ridicat la 6,45 milioane de guldeni, ceea ce a transformat VOC, de departe, în cea mai mare corporație din epoca respectivă. Capitalul rivalei sale din Anglia, Compania Indiilor de Est, înființată cu doi înainte, era de exact 68.373 de lire sterline – în jur de 820.000 de guldeni –, prin contribuția a doar 219 de subscriitori<sup>12</sup>. Întrucât VOC era o întreprindere finanțată de stat, s-au făcut toate eforturile pentru a depăși rivalitatea dintre diferite provincii (mai ales dintre Olanda, cea mai bogată provincie, și Zeelanda). Capitalul Companiei a fost împărțit (deși nu în mod egal) între șase camere de comerț regionale (Amsterdam, Zeelanda, Enkhuizen, Delft, Hoorn și Rotterdam). Și cei 70 de directori (*bewindhebbers*), care erau și investitori importanți, erau împărțiți între aceste camere. Printre altele, aveau rolul de a numi 17 oameni care să fie *Heeren XVII* – cei Șaptesprezece Lorzi –, un fel de consiliu de conducere al companiei. Deși Amsterdamul acoperea 57,4% din capitalul global al VOC, el a numit doar opt dintre cei Șaptesprezece Lorzi. Printre directorii fondatori se număra și Dirck Bas, un *pater familias* orientat spre profit care (dacă e să judecăm după portretul său) nu era deloc deranjat de averile sale<sup>13</sup>.

În felul acesta proprietatea asupra Companiei era împărțită în mai multe *partijen* sau *actien* – literal, „acțiuni” (ca în expresia *participare la acțiune*). Plata pentru acțiuni se făcea în rate, care trebuiau plătite în 1603, 1605, 1606 și 1607. Certificatele eliberate nu erau certificate în sensul modern al cuvântului, ci mai degrabă un fel de recipise; documentul-cheie în fața legii era registrul acționarilor VOC, unde erau trecute toate numele acționarilor din momentul achiziției<sup>14</sup>. Principiul răspunderii limitate era implicit: acționarii își puteau pierde doar banii investiți în companie, nu și alte bunuri în eventualitatea unui eșec<sup>15</sup>. În schimb, câștigurile nu erau garantate; articolul 17 al statutului VOC menționa doar că plata se va face către acționari îndată ce se obținea profituri echivalente cu 5% din capitalul inițial.

\* Între 1580 și 1640, coroanele Spaniei și Portugaliei erau unite.



Cea mai veche acțiune: acțiunea nr. 6 a Companiei Olandeze a Indiilor de Est (nu este un certificat de acțiuni propriu-zis, ci o recipisă pentru o parte din valoarea unei acțiuni, emisă de Camere Amsterdam la 27 septembrie 1606 și semnată de Arent ten Grotenhuys și Dirck van Os)

VOC nu a avut în fapt un succes comercial imediat. Trebuia să fie create rețele de comerț, să se stabilească un mod de operare și să se asigure bazele deja înființate. Între 1603 și 1607, 22 de corăbii au fost echipate și trimise în Asia, la un cost de aproape 3,7 milioane de guldeni. Scopul inițial era de a înființa o seamă de fabrici (rafinării de salpetru, manufacturi de textile și depozite), produsele acestora urmând a fi schimbate pe mirodenii. Primele succese împotriva portughezilor au însemnat avanposturi instalate la Masulipatnam, în Golful Bengal și Amboyna (actualul Ambon), în arhipelagul Moluca (Maluku), dar în 1606 amiralul Matelief nu a reușit să ocupe Malacca (Melaka) din Peninsula Malaysia, iar un atac asupra insulei Makian (altă insulă din Moluca) a fost respins cu succes de flota spaniolă. A eșuat și încercarea de a construi un fort pe Banda Neira, cea mai mare dintre insulele Banda, producătoare de nucsoară<sup>16</sup>. În timpul armistițiului de 12 ani semnat cu Spania în 1608, VOC a câștigat mai mulți bani din capturarea corăbiilor inamice decât din comerț<sup>17</sup>. Un investitor principal, menonitul Pieter Lijntjens, a fost atât de îngrozit de purtarea războinică a Companiei, încât s-a retras în 1605. Un altul, Isaac le Maire, unul dintre primii directori, a demisionat în semn de protest față de ceea ce el numea proasta administrare a afacerilor Companiei<sup>18</sup>.

Dar câtă putere aveau chiar și acționarii importanți? Puțină. În 1612, când directorii Companiei au înaintat guvernului o cerere de a fi scutiți de obligația de a publica bilanțuri pe zece ani – data la care investitorii ar fi trebuit să-și poată retrage capitalul dacă doreau –, guvernul le-a acceptat cererea și atât publicarea bilanțurilor, cât și rambursarea capitalului investitorilor au fost amânate. Ca singură concesie făcută pentru a-i îmbuna pe acționari, cei Șaptesprezece Lorzi au acceptat în 1610 să facă o plată a dividendelor în anul următor, deși la acel moment Compania era atât de strâmtorată, încât dividendele au fost plătite în mirodenii. În 1612 s-a anunțat că VOC nu va fi lichidată, așa cum se plănuise inițial.

Asta însemna că orice acționari care își voiau banii înapoi nu aveau decât să-și vândă acțiunile altui investitor<sup>19</sup>

În felul acesta societatea pe acțiuni și piața valorilor mobiliare s-au născut la un interval de doar câțiva ani. Imediat după ce a apărut prima întreprindere proprietate publică, cu prima ofertă publică inițială de acțiuni, s-a ivit și o piață secundară pentru a permite cumpărarea și vânzarea acestor acțiuni. S-a dovedit a fi o piață remarcabil de lichidă. Rulajul acțiunilor VOC a fost ridicat : în 1607 mai bine de o treime din acțiunile companiei au fost transferate de la deținătorii inițiali la alții<sup>20</sup>. În plus, pentru că registrele Companiei erau deschise cam neregulat – achizițiile erau înregistrate oficial lunar sau trimestrial –, curând s-a format o piață la termen foarte activă pentru acțiunile VOC, care permitea vânzările cu livrare ulterioară. La început, astfel de tranzacții se făceau în piețe neoficiale, în aer liber, pe Warmoesstraat sau lângă Oude Kerk. Dar piața acțiunilor VOC era atât de activă, încât în 1608 s-a hotărât să se construiască așa-numitul *Beurs*, o clădire acoperită din Rokin, nu departe de primărie. Cu curtea sa pătrătoasă, colonade și turnul cu ceas, prima bursă din lume arăta ca un Oxford College medieval. Dar ceea ce se petrecea acolo între ceasurile amiezii și ora 2, în fiecare zi lucrătoare, era de-a dreptul revoluționar. Un contemporan a surprins atmosfera de pe ringul de tranzacționare în momentul în care activitatea lua de sfârșit : „Strângeri de mână urmate de strigăte și ocări, vorbe rușinoase, îmbrânceli și ghionturi” Taurii (*liefhebbers*) se luptau cu urșii (*contremines*). Speculatorul îngrijorat „își roade unghiile, își frământă degetele, închide ochii, face patru pași și vorbește de patru ori de unul singur, își duce mâinile la falcă, de parcă l-ar dura dinții, și toate aceste mișcări sunt însoțite de o tuse misterioasă”<sup>21</sup>

Și nu e o coincidență că tot în această perioadă a fost înființată (în 1609) și Banca de Schimburi din Amsterdam, pentru că o bursă nu poate funcționa fără un sistem monetar eficient. Din momentul în care bancherii olandezi au început să accepte acțiuni ale VOC ca garanții pentru împrumuturi, a început și consolidarea legăturii dintre bursă și acordarea de credite. Pasul următor a fost ca băncile să împrumute bani pentru ca acțiunile să poată fi cumpărate cu credit. Compania, bursa și banca formau temelia triumfiulară a unui nou tip de economie.

O vreme a părut că vocile critice împotriva VOC, în frunte cu nemulțumitul director le Maire, ar fi putut exploata această nouă piață pentru a exercita presiuni asupra directorilor companiei. Un efort concertat de a influența scăderea prețului acțiunilor VOC prin vânzarea fără acoperire pe piața emergentă a contractelor la termen a fost stopat prin plata dividendelor în 1611, ruinându-i pe le Maire și pe acoliții săi<sup>22</sup>. Dividende în numerar au fost plătite și în 1612, 1613 și 1618<sup>23</sup>. Totuși, criticii Companiei („investitorii disidenți” sau *Doleanten*) au rămas nemulțumiți. Într-o broșură intitulată *Discursul necesar (Nootwendich Discours)*, publicată în 1622, un autor anonim se plângea de lipsa de transparență ce caracteriza „conducerea anumitor directori care își urmăresc propriile interese” și care se străduiau „ca totul să rămână nelămurit” „Putem prepune doar că registrul contabil a fost uns cu slănină și aruncat la câini”<sup>24</sup>. Nemulțumiții argumentau că funcția de director trebuia să fie deținută doar o perioadă fixă și toți acționarii principali să aibă dreptul de a numi un director.

Campania pentru o reformare a ceea ce acum avea să se cheme guvernanta corporativă a VOC a dat roade. În decembrie 1622, când a fost reînnoită carta Companiei, aceasta a fost modificată substanțial. Directorii nu aveau să mai fie numiți pe viață, ci doar pentru câte un mandat de trei ani. „Principalii participanți” (acționarii cu tot atâta capital investit ca și directorii) aveau de acum dreptul de a-i numi pe „Cei Nouă” din rândul lor pe care cei Șaptesprezece Lorzi trebuiau să-i consulte „în probleme mari și importante” și care

urmau să aibă și dreptul de a controla contabilitatea anuală a celor șase camere și de a-i nominaliza, împreună cu cei Șaptesprezece Lorzi, pe candidații la funcțiile de directori. În plus, în martie 1623, s-a căzut de acord ca Cei Nouă să aibă dreptul să participe la ședințele celor Șaptesprezece Lorzi (dar nu și să voteze) și să examineze raportul anual de achiziții. Principalii participanți aveau, de asemenea, dreptul să numească anumiți contabili independenți (*rekeningopnemers*) care să verifice conturile trimise Stărilor Generale<sup>25</sup>. Acționarii au fost satisfăcuți și de decizia luată în 1632 de a se stabili un nivel standard de 12,5% de dividend, dublul ratei la care Compania putea să împrumute bani\*. Rezultatul acestor politici a fost că, practic, începând din acel moment, toate profiturile nete ale Companiei le erau distribuite acționarilor<sup>26</sup>. De asemenea, acționarii aveau garanția efectivă că nu li se vor dilua acțiunile. În mod uimitor, baza de capital a VOC a rămas în linii mari neschimbată pe toată durata existenței sale<sup>27</sup>. Atunci când erau necesare imobilizări de capital, VOC făcea rost de bani nu emițând noi acțiuni, ci emițând titluri de creanță sub formă de obligațiuni. Reputația Companiei era atât de solidă, încât în 1670 a putut opera ca intermediar pentru un împrumut de două milioane de guldeni al statelor Olanda și Zeelanda.

Dar nici unul dintre aceste aranjamente nu ar fi fost posibil, bineînțeles, dacă VOC nu ar fi devenit profitabilă la mijlocul secolului al XVII-lea. Meritul a fost în mare măsură al lui Jan Pieterszoon Coen, un tânăr belicos care nu își făcea nici un fel de iluzii cu privire la relația dintre comerț și coerciție. După cum spunea chiar Coen: „Nu putem face război fără comerț și nici comerț fără război”<sup>28</sup>. Era nemilos față de concurență, executându-i pe reprezentanții Companiei Britanice a Indiilor de Est de la Amboyna și exterminându-i efectiv pe băștinașii din insulele Banda. Născut să întemeieze imperii, Coen a preluat controlul micului port Jakarta din Java în mai 1619, l-a rebotezat Batavia și, la numai 30 de ani, a devenit primul guvernator general al Indiilor de Est olandeze. El și succesorul său, Antonie van Diemen, au extins sistematic puterea olandezilor în regiune, alungându-i pe britanici din insulele Banda, pe spanioli din insulele Ternate și Tidore și pe portughezi din Malacca. Pe la 1657, olandezii controlau cea mai mare parte a Ceylonului (Sri Lanka); în deceniul următor s-au extins de-a lungul Coastei Malabar a Peninsulei India, precum și în insula Celebes (Sulawesi). Existau baze olandeze prospere și pe coasta Coromandel a Peninsulei Hindustan<sup>29</sup>. Corăbiile lor erau simbolul puterii de foc și a comerțului internațional, după cum o ilustrează *Batavia* – o splendidă reproducere a acesteia poate fi văzută la Lelystad, pe coasta Olandei.

Profiturile comerciale ale acestei strategii agresive erau substanțiale. Până în anii 1650, VOC instituisese un monopol eficient și deosebit de profitabil asupra exporturilor de cuișoare și nucșoară (piperul se cultiva pe o arie mult prea largă pentru ca producția acestuia să fie monopolizată) și devenea o importantă societate intermediară a exporturilor indiene de textile din Coromandel<sup>30</sup>. De asemenea, funcționa și în calitate de centru al comerțului intraasiatic, schimbând argintul și cuprul din Japonia pe textilele din India și aurul și mătasea din China. La rândul lor, textilele din India puteau fi schimbate pe piper și mirodenii din insulele din Pacific, care puteau fi folosite pentru a cumpăra metale prețioase din Orientul Mijlociu<sup>31</sup>. Mai apoi, Compania a furnizat servicii financiare și altor europeni din Asia, în mod deosebit lui Robert Clive, care și-a transferat o mare parte a averii pe care a dobândit-o prin cucerirea Bengalului înapoi la Londra, via Batavia și Amsterdam<sup>32</sup>. Fiind prima mare corporație din lume, VOC putea combina eficiența economică cu costuri

\* Tehnic vorbind, eliminarea incertitudinii legate de dividendele viitoare a conferit acțiunilor un caracter de acțiuni preferențiale sau chiar de obligațiuni.

reduse ale tranzacțiilor și prin ceea ce economiștii numesc efecte externe, rezultate din culegerea informațiilor de la numeroși angajați și agenți<sup>33</sup>. Ca și în cazul Companiei Britanice a Indiilor de Est, cea mai importantă provocare cu care se confrunta VOC era problema principal-agent: adică tendința oamenilor lor din diferite zone de a face comerț în propriul beneficiu, de a încheia tranzacții de mântuială sau pur și simplu de a fraudă compania. Acestea erau totuși contracarate parțial printr-un sistem neobișnuit de salarizare, ce lega remunerația de investiții și vânzări, acordând prioritate cifrei de afaceri mai degrabă decât profiturilor nete<sup>34</sup>. Afacerile erau înfloritoare. În anii 1620, 50 corăbii ale VOC se întorseseră din Asia încărcate cu mărfuri; prin anii 1690, numărul acestora ajunsese la 156<sup>35</sup>. Între anii 1700 și 1750 tonajul corăbiilor olandeze care ocoleau Capul Bunei Speranțe s-a dublat. Chiar și în 1760 era cam de trei ori mai mare decât volumul transporturilor britanice<sup>36</sup>.

Ascensiunea economică și politică a VOC poate fi urmărită în funcție de prețul acțiunilor. Bursa din Amsterdam era, bineînțeles, volatilă, pentru că investitorii reacționau la zvonurile despre război, pace și naufragii într-un mod descris foarte plastic de sefardul Joseph Penso de la Vega în cartea sa intitulată *Confuzia confuziilor* (1688). Dar pe termen lung trendul a fost evident ascendent mai bine de un secol după fondarea Companiei. Între 1602 și 1733, acțiunile VOC au crescut de la paritate (100) la un nivel maxim de 786 – și asta în ciuda faptului că între 1652 și Revoluția Glorioasă de la 1688 Compania a avut de înfruntat belicoasa concurență a britanicilor<sup>37</sup>. Datorită unei astfel de aprecieri susținute a capitalului, combinată cu dividendele regulate și cu stabilitatea prețurilor de consum\*, unii dintre principalii acționari, precum Dirck Bas, au devenit într-adevăr bogați. Încă din 1650, plățile totale ale dividendelor erau de opt ori mai mari decât investițiile inițiale, ceea ce însemna o rată a rentabilității anuale de 27%<sup>38</sup>. Dar uluitor e că nu a existat niciodată nici o *bulă* a Companiei Olandeze a Indiilor de Est. Spre deosebire de viitoarea tulipomanie dintre 1636 și 1637, creșterea cotației VOC s-a produs treptat, pe parcursul a mai bine de un secol, și, cu toate că trendul descendent a fost mai accelerat, a fost nevoie de peste 60 de ani pentru a coborî la 120 în decembrie 1794. Această ascensiune și decădere au fost paralele cu ascensiunea și decăderea Imperiului Olandez. Prețurile acțiunilor în alte firme de comerț monopoliste, în aparență similare cu VOC, vor avea o evoluție cu totul diferită, urcând și prăbușindu-se în doar câteva luni. Dar, pentru a înțelege de ce, trebuie să ne întoarcem la John Law.

Pentru renegatul scoțian, sistemul financiar olandez a fost o revelație. Law a fost fascinat de relațiile dintre Compania Indiilor de Est, Banca de Schimburi și bursă. Atras dintotdeauna de jocurile de noroc, Law a descoperit că acele *Beurs* din Amsterdam erau mai tentante decât orice cazinou. Se minuna de trucurile vânzătorilor pe descoperit, care răspândeau zvonuri negative în încercarea de a face să scadă prețurile acțiunilor VOC sau de specialiști în *windhandel*, ce făceau tranzacții speculative cu acțiuni pe care nici măcar nu le aveau. Peste tot în jur erau inovații financiare. Chiar și Law a lansat un plan ingenios pentru a le garanta jucătorilor la loteria națională olandeză că nu trag lozuri necâștigătoare.

Dar Law și-a dat seama că fiscalitatea olandeză are unele deficiențe. Mai întâi, i s-a părut anapoda să se limiteze numărul acțiunilor Companiei Indiilor de Est când piața era

\* Un indicator al succesului Băncii din Amsterdam a fost că inflația măsurată prin prețurile de consum a scăzut de la 2% pe an între 1550 și 1608, la 0,9% pe an între 1609 și 1658 și apoi la doar 0,1% pe an între 1659 și 1779. Deci creșterea de opt ori a cotației VOC este oarecum comparabilă cu performanța ajustată cu inflația a burselor moderne.

atât de îndrăgostită de ele. Law a fost uimit și de conservatorismul Băncii de Schimburi din Amsterdam. „Banii scripturali” ai acesteia s-au dovedit a avea succes, dar în mare parte luau forma unor coloane de cifre în registrele băncii. Banii nu existau fizic – erau doar niște recipise emise negustorilor care depozitau monede la bancă. În mintea lui Law se nășteea deja ideea ametoare să modifice aceste instituții combinând proprietățile unei firme de comerț monopoliste cu o bancă publică emitentă de bancnote, așa cum făcea Banca Angliei. Curând Law avu o dorință grozavă să testeze un sistem financiar cu totul nou pe o națiune încrezătoare. Dar care ?

Și-a încercat mai întâi norocul la Genova, făcând tranzacții cu valută și titluri financiare străine. A mai stat un timp și la Veneția, făcând tranzacții ziua și jucând la cazinou noaptea. Asociindu-se cu contele de Islay, și-a constituit și un portofoliu substanțial la bursa din Londra. După cum sugerează această relație, Law avea relații. Numai că avea și o reputație proastă din cauza apucăturilor sale. Lady Catherine Knowles, fata contelui de Banbury, trecea drept soția sa și era mama celor doi copii ai lui, deși în fapt era căsătorită cu altcineva. În 1705 el a prezentat parlamentului scoțian ideea de creare a unei noi bănci, propunere publicată mai apoi sub titlul *Considerații asupra monedei și comerțului*. În principiu, noua bancă urma să emită cambii purtătoare de dobândă care să înlocuiască monedele ca devize. A fost refuzat cu puțin înainte de Actul de Unire cu Anglia<sup>39</sup>. Dezamăgit de patria sa, Law a plecat la Torino și, în 1711, a obținut o audiență la Victor Amedeu al II-lea, ducele de Savoia. În lucrarea sa nepublicată, „Piedmont Memorials”, a reiterat ideea unor monede de hârtie. După părerea lui Law, numai încrederea putea fi baza creditului public ; prin încredere, bancnotele aveau să funcționeze la fel de bine ca și monedele. Îi mărturisea unui prieten : „Am descoperit secretul pietrei filosofale, cum să faci aur din hârtie”<sup>40</sup>. Ducele a obiectat : „Nu sunt destul de bogat ca să mă ruinez singur”

## Prima bulă

De ce tocmai în Franța i s-a oferit lui Law șansa de a-și încerca alchimia financiară ? La urma urmei, francezii știau ce îi poate pielea : în 1708 marchizul de Torcy, ministrul de Finanțe al lui Ludovic al XIV-lea, afirmase că el este *joueur* profesionist și, probabil, spion. Răspunsul este că problemele fiscale ale Franței erau deosebit de grave. Împovărat de o enormă datorie publică ca urmare a războaielor lui Ludovic al XIV-lea, guvernul era în pragul celui de-al treilea faliment în mai puțin de un secol. S-a socotit necesară o revizuire (*Visa*) a datoriilor existente ale coroanei, ceea ce a dus la anularea și reducerea multora dintre ele – de fapt o neplată parțială. Însă, chiar și așa, tot au trebuit emise 250 de milioane de noi cambii purtătoare de dobândă numite *billets d'État* pentru a finanța deficitul din acel moment. Situația a devenit și mai gravă din pricina unei încercări de a reduce cantitatea de monede de aur și de argint, care a aruncat economia în recesiune<sup>41</sup>. Iar Law a pretins că el are o soluție pentru toate aceste probleme.

În octombrie 1715 a fost supusă consiliului de coroană prima propunere a lui Law de creare a unei bănci publice emitente de bancnote, dar a fost respinsă din pricina opoziției ducelui de Noailles față de îndrăzneța sugestie a lui Law ca banca să funcționeze și în calitate de casier al coroanei, primind toate plățile asociate impozitelor. Dar a doua propunere a sa de constituire a unei bănci complet private a avut mai mult succes. Banque Générale a fost creată sub conducerea lui Law în mai 1716. A fost autorizată să emită



efecte plătibile în specie (aur și argint) pe 20 de ani. Capitalul acestei bănci s-a ridicat la 6.000.000 de livre (1.200 de acțiuni în valoare de 5.000 de livre fiecare), trei sferturi plătibile în acele *billets d'État* oarecum depreciate (așa încât capitalul efectiv era de aproape 2.850.000 de livre)<sup>42</sup>. La prima vedere părea o întreprindere modestă, dar Law avea întotdeauna idei mărețe, pe care era hotărât să i le propună ducelui de Orléans, regent în timpul minoratului lui Ludovic al XV-lea. În 1717 a mai făcut un pas înainte în momentul în care s-a decretat ca bancnotele pe care le emite Banque Générale pot fi folosite la plata impozitelor, măsură care inițial a întâmpinat rezistență în unele locuri, dar, în cele din urmă, a fost impusă cu forța de guvern.

Ambiția lui Law era să reînvie încrederea economică în Franța prin înființarea unei bănci publice, după model olandez, dar cu diferența că această bancă avea să emită bani de hârtie. Pe măsură ce aveau să se investească bani în bancă, și imensul debit al statului avea să fie consolidat. În același timp, banii de hârtie aveau să revitalizeze comerțul francez – și, odată cu acesta, și puterea economică a Franței. El i-a spus regentului: „Banca nu e singura și cea mai măreață dintre ideile mele. Voi împlini ceva ce va uimi Europa prin schimbările pe care le va aduce în favoarea Franței – schimbări mai puternice decât acelea aduse de descoperirea Indiilor...”<sup>43</sup>

Law făcuse studii financiare în Olanda republicană, însă, chiar de la început, a intuit că Franța absolutistă era un mediu mai nimerit pentru ceea ce a devenit cunoscut drept sistemul lui Law. „Sustin”, scria el, „că un prinț cu autoritate absolută, ce știe cum să cârmuiscă, poate să-și extindă creditul și mai mult și să găsească banii de care are nevoie cu o dobândă mai mică decât un prinț a cărui autoritate e limitată” Aceasta e o teorie absolutistă în domeniul financiar, bazată pe afirmația că „în materie de credit, ca și în război și în domeniul autorităților legislative, puterea supremă trebuie să aparțină unei singure persoane”<sup>44</sup>. Secretul era să faci să funcționeze creditul regal mai eficient decât în trecut, când coroana împrumutase bani supraviețuind de pe o zi pe alta pentru a-și finanța războaiele. Conform strategiei lui Law, regele avea să-și delege efectiv creditul „unei firme de comerț, care va absorbi toate activitățile comerciale din regat pe rând, acestea fiind concentrate în una singură” După cum spunea el, întreaga națiune „avea să devină un corp de negustori, care au în loc de bani gheață banca regală, care, prin urmare, va reuni tot negoțul, banii și mărfurile”<sup>45</sup>

Ca și în cazul Olandei, imperiul juca un rol-cheie în viziunea lui Law. În opinia sa, se făcea prea puțin pentru dezvoltarea posesiunilor franceze de peste mări. În consecință, a propus să se ocupe el de comerțul Franței cu Louisiana, un teritoriu imens, dar complet nedevelopat, care se întindea de la delta fluviului Mississippi peste Vestul Mijlociu, echivalentul a un sfert din actualul teritoriu al Statelor Unite. În 1717 noii „Companii a Occidentului” (Compagnie d'Occident) i s-a acordat monopolul comercial asupra Louisiane (ca și controlul asupra afacerilor interne ale coloniei) pe 25 de ani. Capitalul său se ridica la 100 de milioane de livre, sumă fără precedent în Franța. Acțiunile companiei au fost fixate la 500 de livre fiecare, indiferent de rangul posesorului, ba chiar și străinii erau încurajați să le cumpere (în rate) cu *billets d'État*, care ar fi fost retrase și convertite în *rente* (obligațiuni permanente) de 4%. Numele lui Law se afla în fruntea listei de directori.

La început, e adevărat, a apărut oarecare rezistență față de sistemul lui Law. Ducele de Saint-Simon observa pe bună dreptate :

Un stabiliment de acest gen e bun în sine, dar asta numai într-o republică sau într-o monarhie precum cea din Anglia, ale cărei finanțe sunt controlate doar de cei care le înzestrează cu fonduri – și care le înzestrează doar atât cât doresc. Dar într-un stat care e slab, nestatornic și absolutist, precum

Franța, în mod necesar nu este stabilitatea, căci regele... poate să desființeze banca, ispită care va fi foarte mare și, totodată, foarte ușor de împlinit<sup>46</sup>

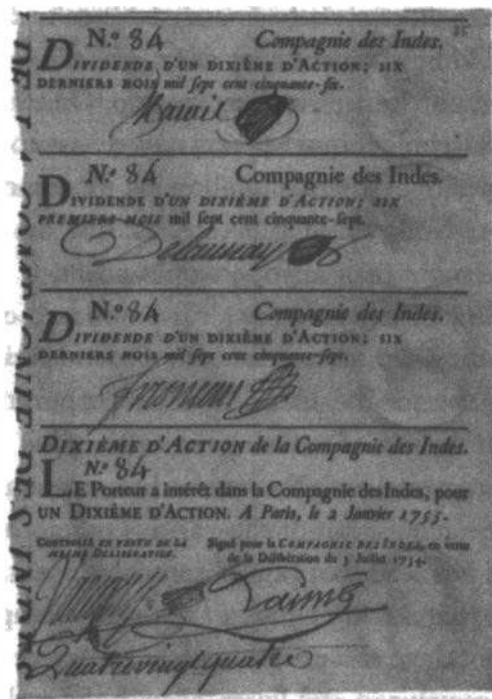
Ca pentru a verifica asta, la începutul anului 1718, parlamentul din Paris a lansat un atac furibund împotriva noului ministru de Finanțe, René D'Argenson (și împotriva băncii lui Law) în urma devalorizării cu 40% a monedei ordonate de cel dintâi, care provocase, se plângea parlamentul, „un haos așa de mare și așa de nedeslușit, că nu se putea afla nimic despre asta”<sup>47</sup> O firmă concurentă, înființată de frații Paris, s-a dovedit a avea mai mult succes în atragerea investitorilor decât Compania Occidentului, înființată de Law. Dar, consecvent cu sistemul absolutist, regentul a impus cu tărie prerogativele coroanei, spre marea satisfacție a lui Law... și spre beneficiul său. („Cât de mare este beneficiul puterii despotice”, observa el, „la începuturile unei instituții care întâmpină atât de multă opoziție din partea unei națiuni care nu a ajuns să se obișnuiască cu ea!”<sup>48</sup>) Ba mai mult, începând de la sfârșitul anului 1718 guvernul a acordat Companiei Occidentului privilegii menite să crească atractivitatea acțiunilor sale. În august a obținut monopolul asupra tutunului. În decembrie a absorbit și Compania Senegalului. Într-o altă încercare de a întări poziția lui Law, Banque Générale a primit binecuvântarea coroanei: în decembrie 1718 a devenit Banque Royale, în fapt prima bancă centrală franceză. Pentru a crește atractivitatea biletelor sale de bancă, acestea puteau fi schimbate fie pe *écus de banque* (reprezentând cantități fixe de argint), sau mai comunele *livres tournois* (o monedă de cont al cărei raport cu aurul și argintul putea varia). Totuși, în iulie, așa-numitul *écu* nu a mai fost emis, fiind, în cele din urmă, retras<sup>49</sup>, pentru ca apoi un decret din aprilie 1719 să stipuleze că bancnotele nu trebuie să suporte „diminuările” periodice (de preț) care vor afecta argintul<sup>50</sup>. Începuse trecerea de la monede la banii de hârtie în Franța.

În același timp, Compania Occidentului continua să se extindă. În mai 1719, a absorbit Compania Indiilor de Est și Compania Chinei, fundând Compania Franceză a Indiilor (Compagnie des Indes), supranumită Compania Mississippi. În iulie Law a primit, pentru 99 de ani, monopolul asupra emisiunii monetare regale. În august a reușit să smulgă concesiunea ocupurilor pe impozitele indirecte din mâinile unui finanțist rival, căruia îi fusese acordat acest privilegiu cu un an înainte. În septembrie compania a împrumutat statului 1,2 miliarde de livre ca să stingă întreaga datorie a coroanei. O lună mai târziu, Law a primit și colectarea („arendarea”) impozitelor directe.

Law era mândru de sistemul său. Înainte, scria el, nu fusese decât „o metodă de încasări și plăți” Acum, dimpotrivă, „ai o înlănțuire de idei care se susțin una pe cealaltă și pun în evidență tot mai mult principiul din care acestea izvorăsc”<sup>51</sup> În termeni moderni, ceea ce încerca să facă Law s-ar putea numi reflatie. În 1716 economia franceză fusese în recesiune, iar expansiunea masei monetare realizată de Law cu ajutorul bancnotelor a constituit stimulentele atât de necesar<sup>52</sup>. În același timp, el încerca (nu nejustificat) să transforme o datorie publică prost administrată și apăsătoare în capitalul unei enorme firme privatizate de încasare a impozitelor și monopoliste<sup>53</sup> Dacă avea succes, jena financiară a monarhiei franceze era eliminată.

Dar Law nu avea o idee clară unde să se oprească. Din contra, ca acționar majoritar a ceea ce era acum o mare corporație, avea un profund interes personal de a permite o expansiune monetară, pe care tocmai banca sa o putea genera, pentru a alimenta o bulă speculativă în domeniul prețurilor activelor de care el avea să profite cel mai mult. Era ca și cum un singur om ar fi condus simultan cele mai importante cinci sute de corporații din Statele Unite, plus Trezoreria și Sistemul Rezervelor Federale. Putea un astfel de individ să crească impozitele încasate de la agenți economici sau ratele dobânzilor cu riscul

de a reduce valoarea imensului său portofoliu de acțiuni? În plus, sistemul lui Law ar fi eșuat dacă nu crea o bulă. Achiziționarea diferitelor companii și a octupurilor era finanțată nu din rezultatele financiare ale companiei, ci pur și simplu prin emiterea unor noi acțiuni. La 17 iunie 1719, Compania Mississippi a emis 50.000 de acțiuni la un preț de 550 de livre fiecare (deși fiecare acțiune avea o valoare nominală de 500 de livre, la fel ca și acțiunile anterioarei Companii a Occidentului). Pentru a asigura succesul emisiunii, Law le-a semnat pe toate cu mâna lui, apucătură de cartofor care, a recunoscut și el, l-a costat o noapte de nesomn. Și, pentru a nu fi acuzat că doar el avea să profite dacă prețul acțiunilor creștea, a acordat acționarilor Companiei Occidentului dreptul exclusiv de a cumpăra aceste noi acțiuni (care din acel moment au fost numite „fiice”; acțiunile de dinainte erau „mame”)<sup>54</sup>. În iulie 1719 Law a emis o a treia tranșă de 50.000 de acțiuni („nepoatele”) – acum la prețul de 1.000 de livre fiecare –, ca să strângă cele 50 de milioane de livre pe care trebuia să le plătească pentru monopolul emisiunii monetare regale. În mod logic, această diluare a acționarilor existenți ar fi trebuit să ducă la scăderea prețului acțiunilor individuale. Cum a putut Law să justifice o dublare a prețului de emisiune?



Obiectul speculației: o acțiune de unu la zece emisă de Compagnie des Indes (numită și Compania Mississippi)

Din câte se pare, „schimbarea” care justifica prețurile mai ridicate ale acțiunilor era promisiunea unor profituri viitoare din Louisiana. Pentru asta a făcut Law atâtea eforturi de a prezenta colonia drept o Grădină a Raiului, locuită de sălbatici prietenoși, dornici să reverse spre Franța un corn al abundenței plin de mărfuri exotice. Pentru a coordona acest negoț, la gurile fluviului Mississippi a fost întemeiat un nou oraș: New Orleans, botezat astfel pentru a-l măguli pe regentul mereu sensibil la lingușeli. Iar aceste viziuni,

după cum știm, nu erau chiar fără fundament, dar realizarea lor erau departe în viitor. Bineînțeles că vreo câteva mii de nemți săraci, din Renania, Elveția și Alsacia, au fost recrutați pe post de coloniști. Dar, când au ajuns în Louisiana, bieții imigranți au găsit o mlaștină înăbușitoare, plină de insecte. În numai un an, 80 % dintre ei au murit de foame sau de boli tropicale, cum ar fi febra galbenă\*

Apoi, în scurt timp, s-a văzut că era nevoie și de o altfel de schimbare pentru a justifica dividendele de 40% pe care le plătea acum Law. Și această schimbare a însemnat banii de hârtie. Începând din vara anului 1719, investitorii care doreau să cumpere „fiice” și „nepoate” erau ajutați cu generozitate de Banque Royale, care le permitea acționarilor să împrumute bani, folosindu-se de acțiunile lor ca garanții; iar apoi banii îi puteau investi în alte acțiuni. Cum e ușor de ghicit, prețul acțiunilor a urcat consistent. „Mamele” originale ajunseseră la 1 august la 2.750 de livre, la 4.100 pe 30 august și la 5.000 de livre pe 4 septembrie. Asta l-a îndemnat pe Law să mai emită 100.000 de acțiuni la noul preț de pe piață. Au mai urmat două emisiuni de câte 100.000 de acțiuni pe 28 septembrie și 2 octombrie, apoi un pachet mai mic de doar 24.000 de acțiuni două zile mai târziu. În toamna anului 1719 prețul acțiunilor a trecut de 9.000 de livre, atingând un nou maximum (10.025 de livre) pe 2 decembrie. Piața neoficială a contractelor la termen a consemnat vânzarea lor la 12.500 de livre cu scadență în martie 1720. Atmosfera generală a trecut rapid de la euforie la manie<sup>55</sup>

Puțini au mirosit că era ceva necurat la mijloc. „Chiar ați înnebunit cu toții la Paris?”, îi scria Voltaire lui M. de G  nonville   n 1719. „E un haos pe care nu-l mai înteleg...”<sup>56</sup> Bancherul   i economistul irlandez Richard Cantillon era at  t de sigur că sistemul lui Law va face implozie, încât a vândut tot   i a părăsit Parisul la începutul lui august 1719<sup>57</sup> Daniel Defoe, de la Londra, s-a arătat dispre  uitor: francezii nu făcuseră decât „să-  i dea aere” Cariera lui Law, spunea el în batjocură, ilustrează noua strategie pentru a avea succes în via  :

Eu trebuie decât să sco  i sabia, să ucizi vreun amoretz, să ajungi la [  nchisoarea] Newgate, să fii condamnat la sp  nzur  toare, să scapi din închisoare dacă e  ti în stare – *apropo, să nu u  i asta* –, să cau  i adăpost în vreo   ar   străină, să te preschimbi în agiotar, să   ncrope  ti niște acțiuni Mississippi, să z  p  ce  ti o na  iune întreagă şi vei deveni curând un mare om; asta numai dacă ai un noroc chior...<sup>58</sup>

Dar un număr destul de substanțial de parizieni avu  i au fost sedu  i de Law. Plin de bani pe care   i făcuse singur, el s-a oferit să plătească pensii retroactive, ba chiar să plătească pensii în avans – o cale sigură de o ob  tine sprijinul celor din clasele privilegiate.   n septembrie 1719, sute de oameni se îmbulzeau în rue Quincampoix, o stradă îngustă, situată între rue St-Martin   i rue St-Denis, unde şi avea Compania sediul. Un funcționar al Ambasadei Marii Britanii o descria ca fiind „aglomerată de la primele ore ale dimine  ii până tardziu în noapte, ticsită de prin  i   i prin  se, duci, baroni   i ducese etc. –   ntr-un cuvânt, tot ce înseamnă oameni importanți în Franța.   i v  nd propriet  i   i   i pun zălog bijuterii ca să cumpere acțiuni Mississippi”<sup>59</sup> Lady Mary Wortley Montagu, care a vizitat Parisul în 1719, a fost „  nc  ntat  ... să văd un englez (sau, în fine, un britanic) la mare cinste în Paris, mă refer la domnul Law, care-i tratează de foarte de sus pe duci   i baroni

\* Urme ale supravie  uitorilor pot fi văzute   i astăzi în parohiile St. Charles, St. James   i St. John the Baptist din Acadiana Louisianei.

și, la rândul lui, e tratat cu mare supușenie și respect – sărmanii de ei! ”<sup>60</sup> În aceste vremuri năvalnice a fost inventat cuvântul *millionaire*. (Ca și antreprenorii, milionarii au fost inventați în Franța.)

Nu e de mirare că John Law a fost văzut și la slujbă pentru prima dată pe 10 decembrie, după ce s-a convertit la catolicism pentru a fi eligibil într-o funcție publică. Și avea motive să-i mulțumească Creatorului. Triumful său a fost absolut o lună mai târziu, când a fost numit controlor general al finanțelor. Acum era responsabil de :

- încasarea tuturor impozitelor indirecte ale Franței ;
- întreaga datorie publică a Franței ;
- cele 26 de monetării ale Franței care băteau monedele de aur și de argint ale țării ;
- colonia Louisiana ;
- Compania Mississippi, care deținea monopolul pe importul și vânzarea tutunului ;
- comerțul francez de blănuri cu Canada ;
- întregul comerț al Franței cu Africa, Asia și Indiile de Est.

În plus, pe numele său, mai deținea :

- Hôtel de Nevers din rue de Richelieu (acum Bibliothèque nationale) ;
- Palatul Mazarin, unde își avea compania birourile ;
- mai bine de o treime din clădirile din Place Vendôme (pe vremea aceea Place Louis-le-Grand) ;
- peste 12 moșii ;
- mai multe plantații în Louisiana ;
- acțiuni la Compania Mississippi în valoare de 100 de milioane de livre<sup>61</sup>



Sfârșitul spectacolului din rue Quincampoix, 1719, din *Marea scenă a nebuniei*, publicată la Amsterdam un an mai târziu

Ludovic al XIV-lea al Franței spusese : *L'État c'est moi* : „Statul sunt eu” John Law putea pe bună dreptate să spună : *L'économie c'est moi* : „Economia sunt eu”

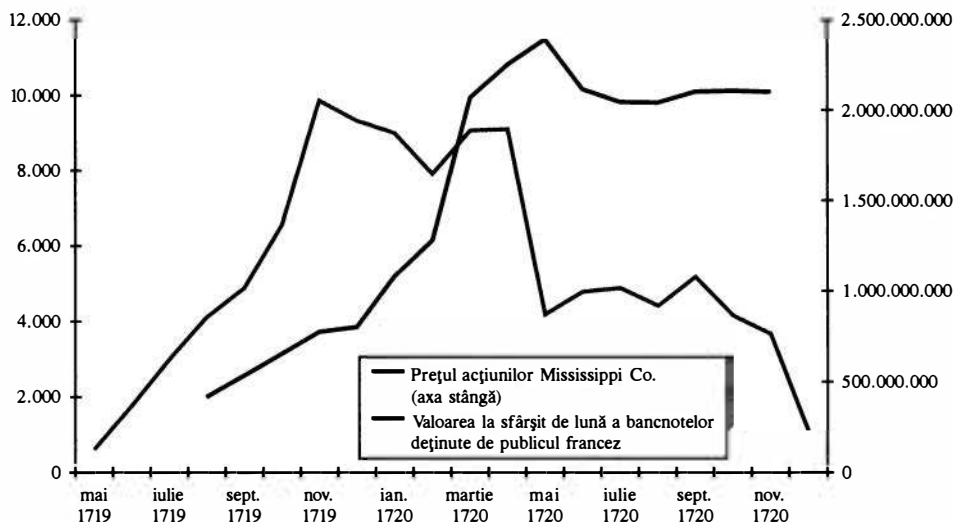
Dar, de fapt, John Law prefera rugăciunii pariurile. În martie 1719, de exemplu, făcuse un pariu pe 1.000 de ludovici de aur noi cu ducele de Bourbon că în acea iarnă și în primăvară nu va fi gheață. (A pierdut.) În altă împrejurare a pariat 10.000 la 1 că un prieten nu va fi în stare să totalizeze un anumit număr aruncând o singură dată șase zaruri. (Probabil că a pierdut și atunci, pentru că există doar 31 de rezultate posibile ; șansa de a obține 21 este de circa 1 la 10.) Dar cel mai mare pariu a fost cel făcut cu propriul sistem. Un diplomat britanic informa stânjenit în august 1719 că „placa zilnică” a lui Law era că el va „duce Franța pe culmi mai înalte decât a atins vreodată și îi va da puterea să dea legi pentru toată Europa ; că el poate să distrugă comerțul și creditul Angliei și Olandei când are chef ; că va putea să zdrobească Banca Angliei când pofteste ; și la fel și Compania noastră a Indiilor de Est”<sup>62</sup>. Pe acest principiu, Law a făcut un pariu cu Thomas Pitt, conte de Londonderry (unchiul prim-ministrului William Pitt) că prețul acțiunilor britanice va scădea în anul următor. A vândut fără acoperire acțiuni la Compania Indiilor de Est în valoare de 100.000 de lire sterline la un preț de 180.000 de lire (adică la un preț de 180 de lire pe acțiune sau cu 80% mai mare decât valoarea nominală), urmând să fie acoperite la 25 august 1720<sup>63</sup> (La sfârșitul lui august 1719 prețul acțiunilor era de 194 de lire sterline, indicând faptul că Law spera ca prețul să scadă cu 14 lire.)

Și totuși, escrocheria pe care se întemeia încrederea lui Law nu putea dura la nesfârșit. Chiar înainte de a fi numit controlor general, au început să apară semnele fazei a patra dintre cele cinci ale ciclului unei bule – stresul. În decembrie 1719, când prețul acțiunilor Mississippi a început să scadă, coborând la 7.930 de livre, Law a apelat la primul dintr-o serie de tertipuri pentru a-l stabili, deschizând un birou la Banque Royale care garanta să cumpere (și să vândă) acțiunile la un preț minim de 9.000 de livre. Ca pentru a simplifica procedurile, la 22 februarie Compania a anunțat că preia Banque Royale. Law a creat și contracte options (*primes*) care costau 1.000 de livre în baza cărora cumpărătorul avea dreptul de a cumpăra o acțiune la 10.000 de livre în următoarele șase luni (adică un preț efectiv de 11.000 de livre – cu 900 de livre peste prețul maxim real de 10.100 atins pe 8 ianuarie). Aceste măsuri au fost suficiente pentru a menține prețul acțiunilor la peste 9.000 de livre până la mijlocul lunii ianuarie (deși, din cauza efectului prețului oferit, contractele options nu aveau să mai valoreze doi bani ; generos, Law le-a permis deținătorilor să le transforme în acțiuni la cursul de zece *primes* pe acțiune).

Totuși, inflația creștea într-un ritm alarmant în afara bursei. În momentul de vârf din septembrie 1720, prețurile la Paris erau în general de două ori mai mari decât cu doi ani mai înainte, cea mai mare creștere înregistrându-se în ultimele 11 luni. Aceasta reflecta creșterea extraordinară a circulației fiduciare cauzate de Law. În doar un an și ceva crescuse de mai bine de două ori volumul bancnotelor. În mai 1720 întreaga masă monetară (bancnote și acțiuni deținute de populație, deoarece ultimele puteau fi transformate oricând în bani) era cam de patru ori mai mare în livre decât monedele de aur și de argint pe care le folosisese înainte Franța<sup>64</sup>. Nu e de mirare că unii au început să anticipeze o depreciere a bancnotelor și să revină la plata în aur și argint. Fiind un absolutist în gândire, reacția inițială a lui Law a fost să facă uz de forță. Bancnotele au fost declarate monedă legală. Exportarea aurului și argintului a fost interzisă, ca și producerea și vânzarea obiectelor din aur și argint. Prin hotărârea din 27 februarie 1720 a devenit ilegal ca un cetățean să dețină mai mult de 500 de livre în monedă metalică. Autoritățile au fost împuternicite să

impună această măsură făcând percheziții prin casele oamenilor. Voltaire l-a numit „cel mai nedrept edict emis vreodată” și „ultima limită a absurdității tiranice”<sup>65</sup>

Bula Mississippi : valoarea bancnotelor și a acțiunilor (în livre)



În același timp, Law tot ajusta obsesiv cursul de schimb al bancnotelor în raport cu aurul și argintul, modificând prețul oficial al aurului de 28 de ori și prețul argintului de nu mai puțin de 35 de ori între septembrie 1719 și decembrie 1720 – toate acestea în efortul de a face bancnotele mai atractive decât monedele pentru populație. Dar valul de reglementări uneori contradictorii nu a făcut decât să-i zăpăcească pe oameni și să illustreze înclinația unui regim absolutist de a face ca regulile economiei să-i fie convenabile. „Printr-o nouă și secretă magie”, își amintea un observator mai târziu, „cuvintele se împerecheau și deveneau edicte pe care nu le înțelegea nimeni, iar în aer pluteau idei obscure și himere”<sup>66</sup> Azi aurul și argintul puteau fi exportate fără restricții, mâine nu se mai putea. Azi se tipăreau bancnote la viteza maximă la care puteau lucra tiparnițele; mâine Law voia să limiteze furnizarea de bancnote la 1,2 milioane de livre. Azi exista un preț oferit de 9.000 de livre pentru acțiunile Mississippi, mâine nu mai exista. La 22 februarie, când acest nivel minim a fost eliminat, cum era de așteptat, acțiunile s-au prăbușit. Pe 5 martie, evident, la presiunile regentului, Law a făcut o întoarcere de 180 de grade, reintroducând nivelul minim de 9.000 de livre, și a deschis și un birou pentru a le cumpăra la acest preț. Dar asta însemna că, din nou, se elimina limitarea masei monetare – în ciuda afirmației din același decret că „bancnota reprezintă bani a căror valoare nu poate fi modificată” și în ciuda angajamentului anterior de limitare la 1,2 milioane de livre<sup>67</sup> În acest moment investitorii mai isteți erau mai mult decât fericiți să obțină 9.000 de livre bani gheață pentru fiecare dintre acțiunile pe care le aveau. Între februarie și mai 1720 a avut loc o creștere cu 94% a bancnotelor deținute de populație. În același timp acțiunile deținute de aceștia au scăzut la o treime din totalul acțiunilor emise. Părea inevitabil că, în scurt timp, toate acțiunile vor ajunge în posesia Companiei, stârnind un nou val de bancnote și o creștere a inflației.

Pe 21 mai, într-o încercare disperată de a preîntâmpina colapsul, Law l-a convins pe regent să emită un decret deflaționist, reducând prețul oficial al acțiunilor Companiei în

etape lunare de la 9.000 de livre la 5.000 de livre, în același timp înjumătățind și numărul bancnotelor în circulație. De asemenea, el a devalorizat și bancnotele, revocând ordinul precedent care garanta că nu se va întâmpla acest lucru. Și atunci s-au văzut deodată și care sunt limitele absolutismului regal, fundamentul sistemului lui Law. Proteste publice violente au silit guvernul să revoce aceste măsuri la numai șase zile după emiterea lor, dar din acel moment încrederea în sistem s-a alterat irevocabil. După o perioadă inițială de acalmie, prețul acțiunilor a căzut de la 9.005 livre (16 mai) la 4.200 de livre (31 mai). O mulțimea furioasă s-a strâns în fața băncii, care nu făcea față cererii de bancnote. S-a aruncat cu pietre, s-au spart geamuri. „Cel mai mult a pierdut”, scria un observator britanic de la vremea aceea, „populația acestei țări; au fost afectați toți, indiferent de rang și de condiție socială. Nu se poate spune în cuvinte cât de mari și de generalizate au fost consternarea și disperarea care i-a cuprins în aceste împrejurări; cei de viță nobilă și toți oamenii de seamă s-au pronunțat foarte vehement împotriva acestei situații”<sup>68</sup>. Law a fost înfierat de toată lumea în cadrul unei ședințe extraordinare a parlamentului. Regentul a bătut în retragere, revocând decretul din 21 mai. Law și-a înaintat demisia, dar a fost dat afară din funcție pe 29 mai. A fost pus sub arest la domiciliu; dușmanii lui doreau să-l vadă închis la Bastilia. Pentru a doua oară în viață, pe Law îl păștea închisoarea și probabil chiar și moartea. (O comisie de anchetă a descoperit foarte repede dovezi că emisiunile de bancnote efectuate de Law au depășit limitele autorizate, așa încât existau motive pentru a fi pus sub acuzare.) Banque Royale și-a închis porțile.

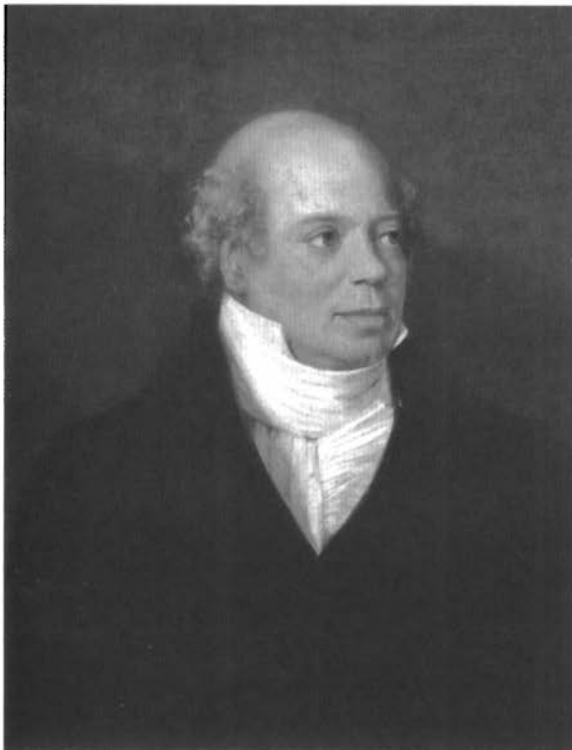
John Law se pricepea la evadări, ca și la escrocherii. Foarte repede a devenit clar că nimeni în afară de el nu era în stare să evite un colaps definitiv al sistemului financiar – care, la urma urmelor, era chiar sistemul său. Rechemarea sa la putere (pe o funcție inferioară, de intendent general al comerțului) a determinat o revigorare a bursei, acțiunile Companiei Mississippi crescând din nou la 6.350 de livre în 6 iunie. Dar nu era decât o revigorare temporară. Pe 10 octombrie guvernul a fost silit să reintroducă folosirea aurului și argintului în tranzacțiile interne. Acțiunea Mississippi a început din nou să scadă la scurt timp după aceea, ajungând la 2.000 de livre în septembrie și la 1.000 de livre în decembrie. Panica generală stătea să izbucnească. În acest moment, condamnat de oameni și batjocorit de presă, Law a fugit în cele din urmă din țară. Înainte de a pleca, a avut loc „o emoționantă despărțire” de ducele de Orléans: „Sire”, a spus Law, „recunosc că am făcut o mare greșală. Dar am făcut-o pentru că sunt și eu om și toți oamenii pot greși. Dar declar că nici una dintre acțiunile mele nu s-a născut din răutate sau din necinste și nu se va descoperi nimic de acest fel în toată purtarea mea”<sup>69</sup>. Cu toate acestea, soția și fiica lui nu au primit permisiunea de a părăsi Franța atât timp cât el se afla sub anchetă.

De parcă ar fi fost înțepată cu vârful unei spade, bula Mississippi s-a spart și șuieratul aerului care ieșea din ea s-a făcut auzit în toată Europa. Un investitor olandez a fost atât de încântat de treaba asta, că a comandat special în China o serie de gravuri satirice. Pe una dintre ele se poate citi: „Dumnezeule, toate acțiunile mele nu mai au valoare!” O alta e chiar mai directă: „Acțiuni de rahat și vânturi comerciale” Din punctul de vedere al investitorilor din Amsterdam, compania lui Law tranzacționase ceva la fel de nesubstanțial ca vântul, spre deosebire de Compania Olandeză a Indiilor de Est, care furniza efectiv mărfuri sub forma mirodeniilor și textilelor. După cum arăta o caricatură satirică apărută într-o foaie olandeză:

Aici e minunatul Mississippi,  
Ajuns faimos prin tranzacțiile cu acțiunile sale,  
Care prin înșelăciune și purtare necinstită







2. (sus) *Adorația magilor* de Botticelli : nașterea bancherului respectabil, cu membri ai familiei Medici în posturi biblice

3. (stânga) Nathan Mayer Rothschild : „Bonaparte financiar” și maestrul pieței obligațiunilor de la începutul secolului al XIX-lea

N° 180. 4<sup>e</sup> année. 16 Avril 1898.

15 centimes.

# Le Rire

Un an : Paris, 5 fr.  
Département, 9 fr. 50.  
Au sein : France, 5 fr. 50.  
Etranger, 6 fr.

JOURNAL HUMORISTIQUE PARAISSANT LE SAMEDI

10, rue Saint-Joseph, 10  
PARIS

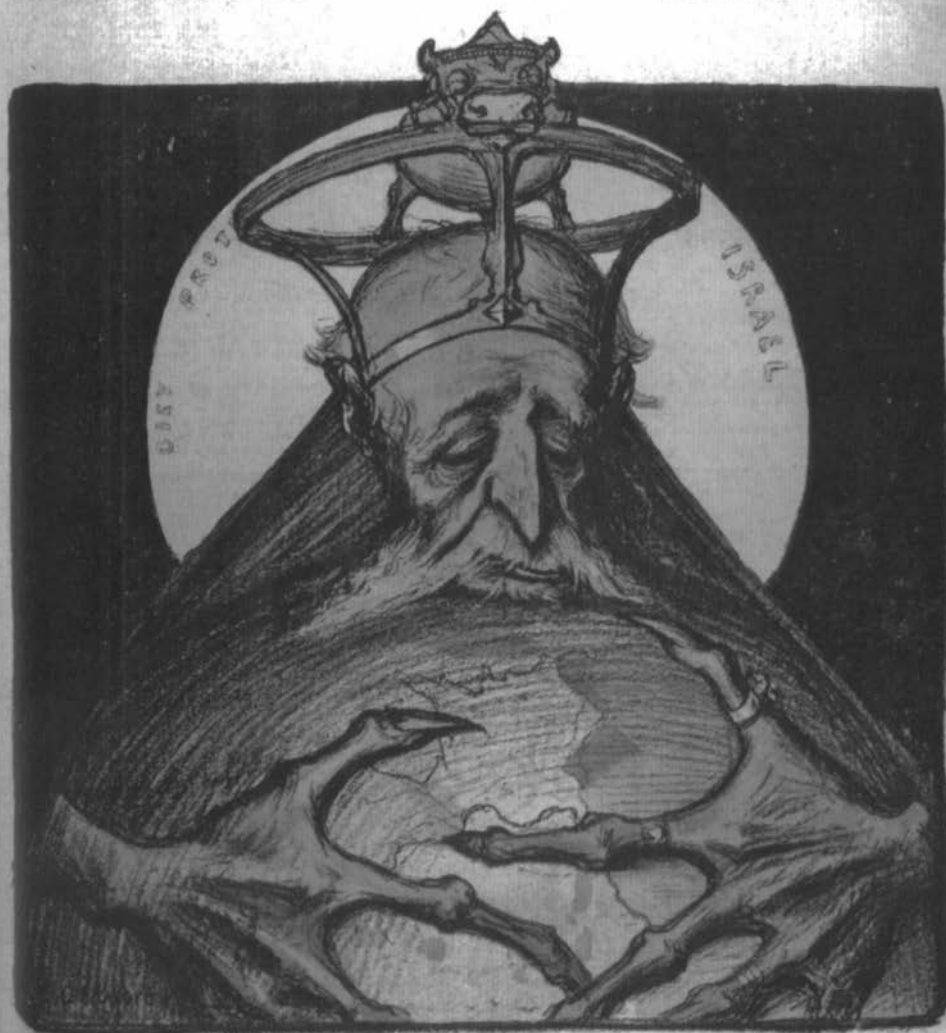
M. FÉLIX JUVEN, Directeur. — Partie artistique : M. Arsène ALEXANDRE

Les manuscrits et dessins non  
insérés ne sont pas rendus.

La reproduction des dessins de RIRE est absolument interdite aux publications, françaises ou étrangères, sans autorisation.

LE GOTHA DU « RIRE » — N° IX

ROTHSCHILD

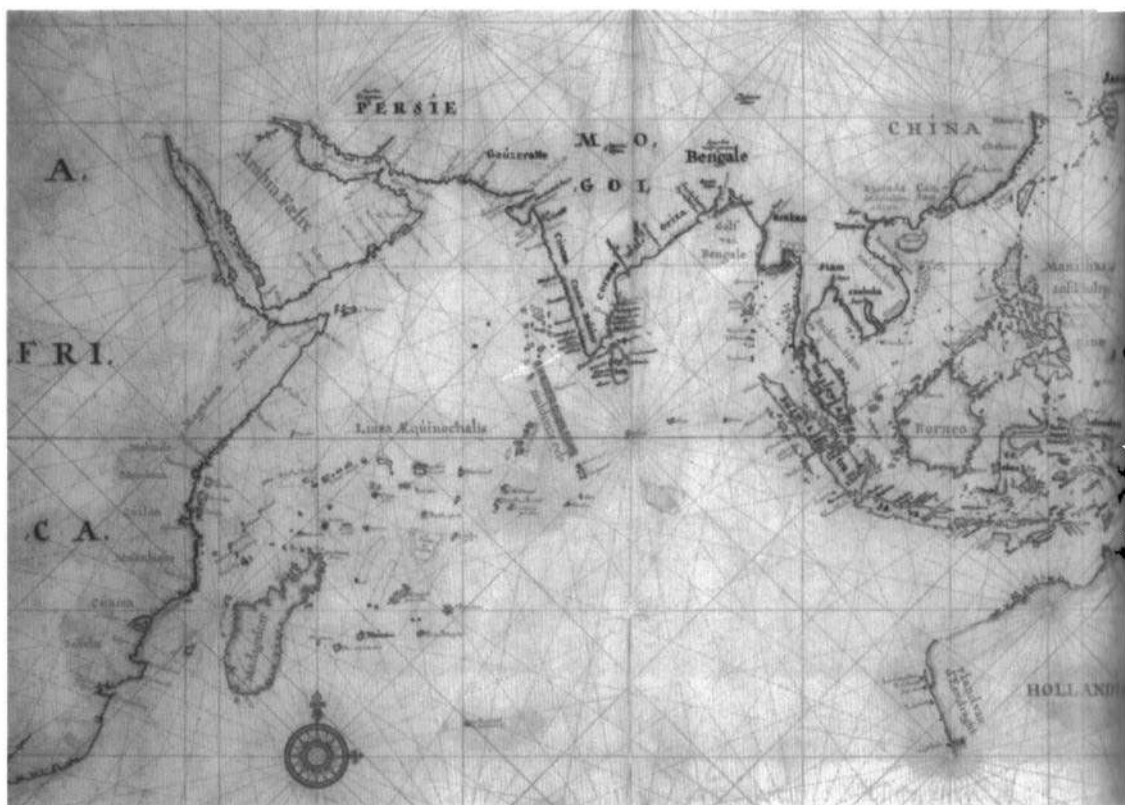


Dessin de C. LÉANDRE

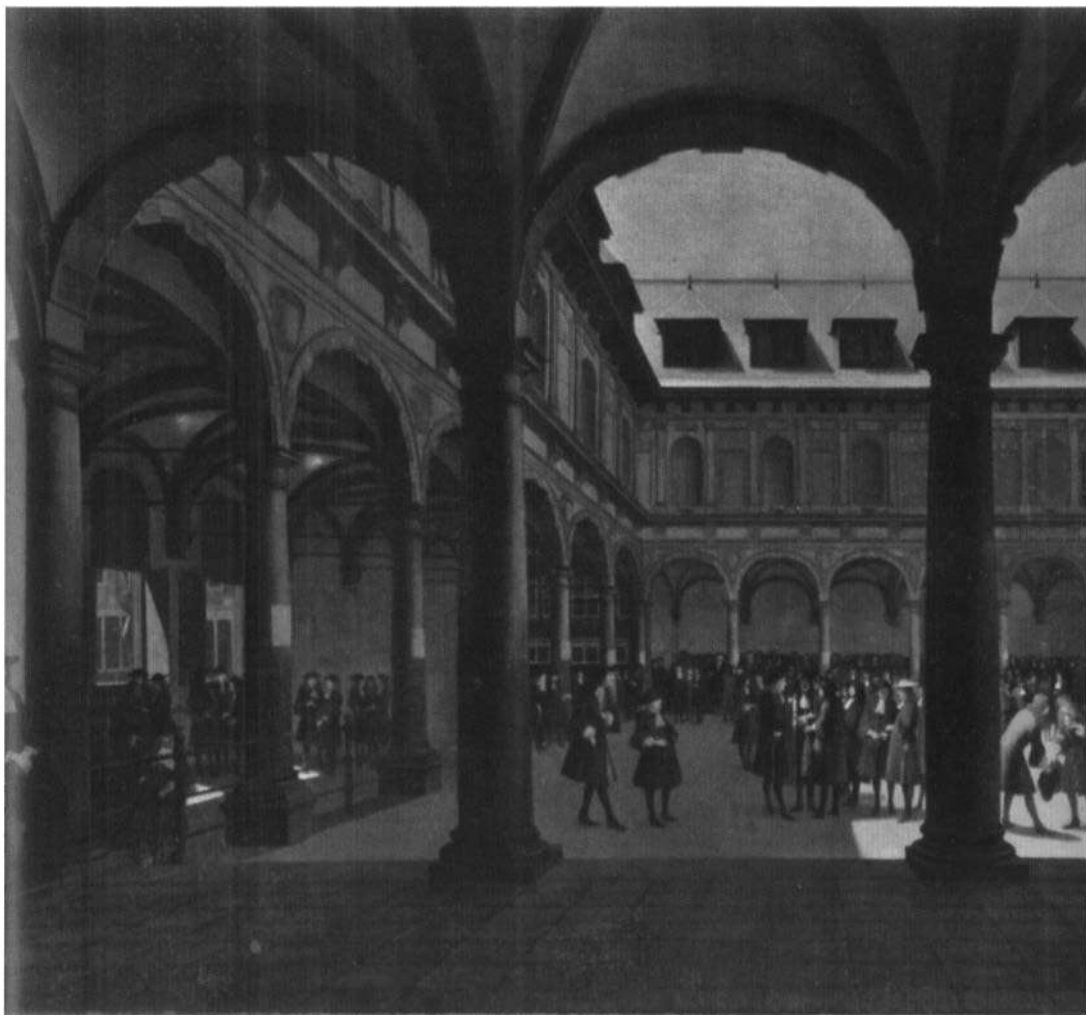
4. „Rothschild” caricatură antisemită din revista satirică franceză *Le Rire*, 1898



5. Forța Războiului Civil vase de luptă unioniste în acțiune pe Mississippi în bătălia de la Vicksburg



6. Un imperiu de puncte comerciale Imperiul Olandez, ilustrat într-o hartă de început a Companiei Indiilor de Est



7. Emanuel de Witte, *Beurs van Amsterdam* (*Bursa din Amsterdam*), 1653    prima bursă adevărată, unde acțiunile Companiei Indiilor de Est puteau fi vândute și cumpărate



8. Portretul lui John Law, ucigaș condamnat, teoretician monetar și  
artizan al primei mari bule bursiere



9. Hartă a Louisiane, tărâmul belșugului din care trebuia să obțină bani Compania Mississippi



10. Imagine a Louisiane pentru consumul investitorilor Companiei Mississippi





11. Două farfurii  
olandeze inspirate de  
Crahul Mississippi : pe  
cea dintâi scrie : „Pe  
Dumnezeu, toate  
acțiunile mele nu mai  
au valoare ! ” ; pe a  
doua : „acțiuni de  
rahat și pale de vânt”





A făcut praf averi fără număr  
 Și, oricum socotesc oamenii că-s acțiunile,  
 Sunt doar vânt și fum, nimic mai mult.

Au apărut o serie de gravuri alegorice umoristice publicate sub titlul *Marea scenă a nebuniei*, care înfățișau : agenți de bursă înghițind aur și defecând acțiuni Mississippi ; investitori cu mințile rătăcite alergând năuci prin rue Quincampoix, înainte de a fi adunați și băgați la azilul de nebuni ; ba chiar și pe Law, trecând voios pe lângă niște castele de aer, într-o caleașcă trasă de doi cocoși galici amărâți<sup>70</sup>.



Nebunia investitorilor care au cumpărat acțiuni Mississippi :  
 gravură din *Marea scenă a nebuniei* (1720)

Dar nici Law nu a scăpat nevătămat din punct de vedere financiar. A părăsit Franța lefter în urma pariului făcut cu Londonderry că acțiunile engleze ale Companiei Indiilor de Est vor scădea la 180 de lire sterline bucata. În aprilie 1720 prețul crescuse la 235 de lire și a continuat să urce pe măsură ce investitorii abandonau bursa din Paris, orientându-se spre ceea ce părea a fi o piață mai sigură la Londra (pe atunci și aceasta afectată de mai puțin spectaculoasa bulă a Mărilor Sudului). În iunie, prețul ajunsese la 420 de lire sterline, mai coborând puțin până la 345 de lire în august, tocmai când se încheia pariul lui Law. Bancherul londonez al lui Law, George Middleton, sa ruinat și el în încercarea de a onora obligațiile clientului său. Dar Franța nu a avut doar pierderi financiare. Bula lui Law și explozia acesteia au împiedicat în mod fatal dezvoltarea financiară a Franței, iar timp de generații aici nu s-au mai văzut nici bani de hârtie și nici burse. Criza financiară a monarhiei franceze a rămas nerezolvată, iar în restul domniei lui Ludovic al XV-lea și a succesorului său Ludovic al XVI-lea coroana a supraviețuit de azi pe mâine, târându-se de la o reformă eșuată la alta, până când falimentul regalității a impulsionat revoluția.

Magnitudinea catastrofei a fost, poate, cel mai bine surprinsă de Bernard Picart în gravura sa *Monument închinat prosperității* (1721). În partea stângă, niște investitori olandezi fără nici un sfânt se îndreaptă amărâți spre bolniță, balamuc și azil. Dar scena pariziană din dreapta e și mai apocaliptică. Zeița Fortuna, despuiată, toarnă contracte options și acțiuni Mississippi peste o mulțime ce năvălește din rue Quincampoix, în vreme ce un car uriaș tras de indieni zdrobește un contabil sub o roată a norocului imensă, iar în fundal se vede cum se încaieră doi oameni<sup>71</sup>.



Bernard Picart, *Monument închinat posterității* (1721)

Într-un total contrast, în Marea Britanie, bula Mărilor Sudului, care s-a produs în același timp, nu a avut aceeași amploare și a ruinat mai puțini oameni – nu în ultimul rând deoarece Compania Mărilor Sudului nu a obținut niciodată controlul asupra Băncii Angliei așa cum a controlat Law Banque Royale. În esență, sistemul corespondentului său englez, John Blunt, era menit să convertească diferite forme de datorie publică, creată în mare parte pentru a finanța Războiul pentru Succesiunea la Tronul Spaniei, în capital al unei companii care fusese fondată pentru a monopoliza comerțul cu Imperiul Spaniol în America de Sud. După ce au fost de acord cu prețuri de conversie pentru anuități și alte instrumente de îndatorare, directorii de la Compania Mărilor Sudului se aflau în situația de a obține profit dacă îi puteau convinge pe deținătorii unor rente de stat să accepte acțiuni ale Companiei la un preț de piață ridicat, pentru că aceasta le-ar fi oferit directorilor un surplus de acțiuni pe care să le vândă populației<sup>72</sup>. Și în această privință au reușit, folosind aceleași artificii ca și Law la Paris. Populației i-au fost oferite acțiuni în patru tranșe, la un preț care a crescut de la 300 de lire sterline bucată în aprilie 1720 la 1.000 de lire în iunie. Se accepta și plata în rate. Se ofereau împrumuturi contra acțiuni. Și s-au plătit dividende generoase. Bineînțeles că euforia a făcut loc maniei; după cum spunea

poetul Alexander Pope : era „rușinos (în această Epocă a Speranței și a Munților de Aur) să nu Riști”<sup>73</sup>

Dar, spre deosebire de Law, Blunt și asociații săi au trebuit să facă față concurenței Băncii Angliei, ceea ce a îmbunătățit condițiile pe care le ofereau rentierilor. Și tot spre deosebire de Law, aceștia au trebuit să facă față opoziției politice a liberalilor din parlament, ceea ce a crescut mite care trebuiau plătite acestora pentru a susține o lege favorabilă (numai secretarul Trezoreriei a obținut 249.000 de lire sterline din opțiunile sale pe acțiuni). Din nou spre deosebire de Law, Blunt și asociații săi nu au reușit să-și asigure o poziție de monopol pe piața valorilor mobiliare și pe piața creditelor. Ba dimpotrivă, în 1720 au apărut atât de multe companii noi – 190 în total – care căutau să obțină capital, încât directorii de la Compania Mărilor Sudului au fost nevoiți să apeleze la aliații lor din parlament pentru a se emite legea care avea să fie cunoscută sub numele Legea bulelor, menită să limiteze posibilitatea noilor companii de a lansa acțiuni\*. În același timp, când cererea de lichidități produsă de a treia subscriere inițiată de Compania Mărilor Sudului a depășit resursele pieței monetare, directorii nu au mai putut în nici un fel să aducă un aport suplimentar de lichidități; și banca Companiei Mărilor Sudului, Sword Blade Company, a dat faliment la 24 septembrie. (Spre deosebire de Banca Angliei și de Banque Royale, bancnotele sale nu erau moneda legală.) Mania din mai și iunie a fost urmată, după un interval de stres (când inițiații și speculatorii străini și-au încasat profiturile), de panică în august. Nefericitul și acum scăpătatul Swift se plângea : „Mulți nu au crezut că nenorocirea va veni și nimeni nu s-a pregătit pentru una ca asta. Nimeni nu s-a gândit că va veni ca un hoț noaptea, așa cum se întâmplă să vină moartea”<sup>74</sup>

Dar nenorocirile provocate de spargerea bulei au fost mult mai puțin grave decât pe malul celălalt al Canalului Mânecii. De la paritate până la valoarea cea mai mare, prețurile au crescut de 9,5 ori în cazul acțiunilor Companiei Mărilor Sudului, în comparație cu cele de la Mississippi, care au crescut de 19,6 ori. Alte acțiuni (ale Băncii Angliei și ale Companiei Indiilor de Est) au crescut mult mai puțin. Atunci când, la Londra, cotațiile au coborât din nou, nu au afectat pe termen lung sistemul financiar, cu excepția restricțiilor privind înființarea pe viitor a societăților pe acțiuni, impuse prin Legea bulelor. Compania Mărilor Sudului nu a dispărut; conversia datoriei publice nu a fost anulată; investitorii străini nu au întors spatele titlurilor de valoare englezești<sup>75</sup>. Pe când întreaga Franța a fost afectată de criza inflaționistă declanșată de Law, în provincii Anglia pare să nu fi fost atinsă foarte tare de prăbușirea Companiei Mărilor Sudului<sup>76</sup>. În povestea celor două bule, Franța a avut cel mai mult de suferit.

## Taurii și urșii

Pe 16 octombrie 1929, Irving Fisher, profesor de economie la Yale University, declara că cotațiile bursei americane „au atins ceea ce pare a fi un platou înalt permanent”<sup>77</sup>. Opt zile mai târziu, în „Joia Neagră”, indicele Dow Jones a scăzut cu 2%. Acesta e momentul când se spune că a început crahul de pe Wall Street, deși în fapt piața începuse să scadă de pe 23 octombrie. În „Lunea Neagră” (28 octombrie) aceasta a scăzut cu 13%, a doua

\* Legea bulelor stabilea că este ilegală înființarea unor noi companii fără aprobarea autorităților desemnate și împiedica, de asemenea, companiile să efectueze activități nespecificate în statutele lor.

zi cu încă 12%. În următorii trei ani bursa americană a scăzut cu un zdrobitor 89%, atingând nadirul în iulie 1932. Indicele nu a mai atins vârful din 1929 până în noiembrie 1954. Dar, mai rău, această deflație a prețurilor activelor a coincis cu cea mai gravă criză economică din istorie – dacă nu cumva chiar a cauzat-o. În Statele Unite, producția a scăzut cu o treime. Șomajul a afectat un sfert din forța de muncă civilă, ba chiar aproape o treime dacă folosim definiția modernă a acesteia. Era o catastrofă mondială în care prețurile și producția au scăzut în aproape toate economiile lumii, deși numai în Germania recesiunea economică a fost la fel de gravă precum cea din Statele Unite. Comerțul mondial s-a contractat cu două treimi în efortul inutil al țărilor de a se ascunde în spatele barierelor tarifare și al cotelor de import. Sistemul financiar internațional a fost distrus, prăbușindu-se într-un haos de neplăți, control asupra capitalului și depreciere monetară. Numai Uniunea Sovietică, având propriul sistem autarhic, planificat, nu a fost afectată de criză. De ce s-a întâmplat una ca asta?

Unele dezastre financiare au cauze evidente. Fără îndoială, o prăbușire mult mai severă a bursei a avut loc la sfârșitul lui iulie 1914, când izbucnirea Primului Război Mondial a provocat un dezastru atât de amplu, încât principalele burse din lume – inclusiv cea din New York – pur și simplu și-au închis porțile. Și închise au rămas din august până la sfârșitul anului 1914<sup>78</sup>. Dar asta era urmarea unui război mondial care a lovit piețele financiare ca un trăsnet din senin<sup>79</sup>. Însă e mult mai greu de explicat crahul din octombrie 1929. Pe prima pagină a ziarelor din New York, cu o zi înainte de Joia Neagră, principalele articole vorbeau de căderea premierului Franței, Aristide Briand, și de votul din Senatul american privind taxele pe produsele chimice importate. Istoricii adesea socotesc drept cauze ale declanșării Marii Depresiuni neplata de către Germania a despăgubirilor după Primul Război Mondial și creșterea protecționismului în Statele Unite. Dar pe prima pagină a ziarelor erau și cel puțin patru articole despre furtunile îngrozitoare care loviseră coasta de est cu o zi înainte<sup>80</sup>. Probabil că istoricii ar trebui să dea vina pe vremea proastă pentru crahul de pe Wall Street. (Ideea s-ar putea să nu fie chiar exagerată. Mulți veterani ai City-ului londonez încă își amintesc de Lunea Neagră – 19 octombrie 1987 –, ce a urmat unor vânturi care au avut forța unor uragane și care au măturat coastele sud-estice ale Angliei în vinerea de dinainte.)

Contemporanii au simțit că această criză avea și o dimensiune psihologică. În discursul său inaugural, președintele Franklin Roosevelt susținea că americanii trebuie să se teamă de „teama însăși”. John Maynard Keynes vorbea despre „un eșec al mecanismelor imateriale ale minții”. Dar amândoi susțineau și că această criză era cauzată în parte și de o proastă administrare financiară. Roosevelt a lansat un atac împotriva „zarafilor fără scrupule” de pe Wall Street; în *Teoria generală*, Keynes spunea că bursa seamănă cu un cazinou.

Într-o oarecare măsură, se poate spune că Marea Depresiune își avea rădăcinile în dislocările economice globale care avuseseră loc după precedenta criză din 1914. În timpul Primului Război Mondial, producția industrială și cea agricolă din țările neeuropene crescuse. Când producția europeană și-a reintrat în matcă, după reinstaurarea păcii, a apărut o capacitate excesivă cronică de producție, care determinase o scădere a prețurilor la produsele primare cu mult înainte de 1929. Din această pricină, țărilor cu mari datorii de război externe (inclusiv Germaniei, împovărată cu obligația de a plăti despăgubiri) le-a fost mai greu să facă rost de valuta forte de care aveau nevoie pentru a face plata dobânzilor către creditorii lor străini. Războiul crescuse, de asemenea, și puterea sindicatelor în cele mai multe dintre țările combatante, angajatorilor fiindu-le mai greu să reducă salariile ca reacție la scăderile prețurilor. Cum marjele de profit s-au micșorat prin

creșterea salariului real, unele firme au fost silite să facă disponibilizări, altfel riscau să dea faliment. Totuși, e adevărat că Statele Unite, care au fost epicentrul crizei, erau, din multe puncte de vedere, într-o situație economică bună atunci când a lovit Depresiunea. Nu dusesse lipsă de inovații tehnologice care să stimuleze productivitatea în perioada interbelică, realizate de companii cum ar fi DuPont (nailon), Procter & Gamble (detergent pudră), Revlon (cosmetice), RCA (radiou) și IBM (mașini de calcul). „Unul dintre principalele motive care alimentau speranța că în viitor câștigurile vor fi mai mari”, susținea Irving Ficher de la Yale, „era că, în America, în industrie se implementau descoperiri științifice și invenții ca niciodată până atunci”<sup>81</sup>. Practicile manageriale au fost de asemenea revoluționate de oameni ca Alfred Sloan de la General Motors.

Dar exact aceste puncte forte au fost cele care au determinat modificarea inițială ce a pus în mișcare o inflație clasică a prețurilor bursiere. Pentru observatori ca Fischer, într-adevăr, se părea că nu există limite, căci tot mai mulți americani doreau să aibă automobile și bunuri de folosință îndelungată – produse care le deveneau accesibile prin creditul în rate. RCA, care avea acțiuni în domeniul tehnologiei în anii 1920, a crescut amețitor, cu 939% între 1925 și 1929; indicele său PER la nivelul de vârf al pieței era de 73<sup>82</sup>. Euforia a încurajat apariția unui număr mare de noi oferte publice inițiale; au fost emise acțiuni în valoare de șase miliarde de dolari în 1929, o șesime dintre acestea numai în septembrie. S-au înmulțit noile instituții financiare numite fonduri de investiții, menite să profite de boomul de pe piața bursieră. (Pe 8 august 1929 Goldman Sachs a ales să-și anunțe propriul proiect de extindere, sub forma Goldman Sachs Trading Corporation; dacă această corporație nu ar fi fost autonomă, colapsul care a urmat ar fi putut să măture chiar și firma-mamă, Goldman Sachs.) În același timp, o mulțime de mici investitori (ca Irvin Fischer) se bazau pe efectul de levier pentru a-și spori expunerea pe piețele bursiere, folosind împrumuturi de broker (oferite adesea mai degrabă de corporații decât de bănci) pentru a cumpăra acțiuni în marjă, plătind astfel cu banii lor doar un procent din prețul de cumpărare. La fel ca în 1719, și în 1929 au existat inițiatii fără scrupule, precum Charles E. Mitchell de la National City Bank sau William Crapo Durant de la GM, și outsideri naivi, ca Groucho Marx<sup>83</sup>. Ca și în 1719, fluxurile de capitaluri flotante între piețe financiare au servit la amplificarea și transmiterea șocurilor. Și, tot în 1719, chiar acțiunile autorităților monetare au determinat magnitudinea bulei și consecințele sale în momentul în care s-a spart.

În probabil cea mai importantă lucrare de istorie a economiei Statelor Unite, Milton Friedman și Anna Schwartz susțineau că principala responsabilitate pentru transformarea crizei din 1929 într-o Mare Depresiune aparține Sistemului Rezervelor Federale<sup>84</sup>. Nu dădeau vina pe Rezervele Federale pentru bula propriu-zisă, argumentând că prin prezența lui Benjamin Strong la cârma Băncii Rezervelor Federale din New York s-a ajuns la un echilibru rezonabil între obligația internațională a Statelor Unite de a menține etalonul aur care fusese restabilit și obligația internă de a menține stabilitatea prețurilor. Prin sterilizarea afluxurilor masive de aur spre Statele Unite (împiedicându-le pentru a genera o expansiune monetară), Rezervele Federale au preîntâmpinat pericolul ca bula să crească și mai mult. Banca Rezervelor Federale din New York a reacționat eficient la panica din octombrie 1929, realizând (fără autorizare) ample operațiuni de piață deschisă (cumpărând obligațiuni din sectorul financiar) pentru a introduce lichidități pe piață. Totuși, după ce Strong a murit de tuberculoză, în octombrie 1928, consiliul Rezervelor Federale din Washington a ajuns să domine politica monetară, cu rezultate dezastruoase. În primul rând, nu a făcut mai nimic pentru a contracara criza creditelor pricinuită de eșecurile bancare. Această problemă ieșise deja la iveală cu câteva luni înainte de prăbușirea bursei,

când unele bănci comerciale cu depozite mai mari de 80 de milioane de dolari au suspendat plățile. Totuși, masa critică a fost atinsă în noiembrie și decembrie 1930, când au dat faliment 608 bănci, cu depozite totalizând 550 de milioane de dolari, printre care și Banca Statelor Unite, cu peste o treime din totalul depozitelor pierdute. Eșecul negocierilor privind o fuziune care ar fi putut salva Banca a constituit un moment critic în istoria Marii Depresiuni<sup>85</sup>. În al doilea rând, conform reglementărilor anterioare implementării în 1913 a sistemului, înainte de crearea Rezervelor Federale, o criză de acest fel ar fi declanșat o restricționare a convertibilității în aur a depozitelor bancare. Dar Rezervele Federale au înrăutățit și mai mult situația reducând masa creditelor restante (decembrie 1930 – aprilie 1931). Aceasta a forțat tot mai multe bănci să vândă active, grăbindu-se să obțină lichidități, determinând scăderea prețurilor obligațiunilor și înrăutățind și mai mult situația generală. Următorul val de falimente bancare, dintre februarie și august 1931, a însemnat scăderea depozitelor de la băncile comerciale cu 2,7 miliarde de dolari, adică 9% din totalul lor<sup>86</sup>. În al treilea rând, când Marea Britanie a abandonat etalonul aur, în 1931, determinând băncile străine să se grăbească să-și convertească rezervele de dolari în aur, Rezervele Federale au crescut rata scontului, în două etape, la 3,5%. Această măsură a oprit scurgerea către exterior, dar a împins și mai multe bănci din Statele Unite în faliment: în perioada august 1931 – ianuarie 1932, 1.860 de bănci au dat faliment, cu depozite de 1,45 de miliarde de dolari<sup>87</sup>. Și totuși, Rezervele Federale nu erau în pericolul să rămână fără aur. În ajunul retragerii lirei sterline, rezervele de aur ale Statelor Unite erau la un nivel fără precedent – 4,7 miliarde de dolari, însemnând 40% din totalul mondial. Chiar și la nivelul lor cel mai scăzut din octombrie, rezervele federale de aur depășeau cerințele legale de acoperire cu mai bine de un miliard de dolari<sup>88</sup>. În al patrulea rând, abia în aprilie 1932, sub puternice presiuni politice, Rezervele Federale au încercat o amplă operațiune de piață deschisă, primul pas pe care l-au făcut pentru a contracara criza de lichidități. Dar nici asta nu a fost suficient pentru a evita încă un val de falimente ale băncilor în ultimul trimestru al anului 1932, care a precipitat prima „vacanță bancară” în toată țara, închiderea temporară a tuturor băncilor<sup>89</sup>. În al cincilea rând, când zvonurile că noua administrație Roosevelt avea să devalorizeze dolarul au determinat o nouă convertire a dolarului în aur atât pe plan intern, cât și extern, Rezervele Federale au crescut din nou rata scontului, pregătind astfel terenul pentru vacanța bancară națională pe care a proclamat-o Roosevelt pe 6 martie 1933, la două zile după intrarea în funcție – vacanță din care 2.000 de bănci nu s-au mai întors niciodată<sup>90</sup>.

Incapacitatea Rezervelor Federale de a evita falimentul a aproximativ de 10.000 de bănci a fost crucială nu numai doar pentru că s-ar fi evitat șocul provocat consumatorilor ale căror depozite s-au pierdut sau acționarilor al căror capital s-a pierdut, ci și din pricina efectului mai amplu asupra masei monetare și a volumului creditelor. Între 1929 și 1933, populația a reușit să dețină cu 31% mai multe lichidități; rezervele băncilor comerciale nu s-au modificat (băncile care au reușit să supraviețuiască chiar și-au constituit rezerve excedentare); dar depozitele băncilor comerciale au scăzut cu 37% și creditele oferite cu 47%. Cifrele absolute dezvăluie dinamica letală a „marii contracții”. Creșterea cu 1,2 miliarde a numerarului aflat în posesia populației s-a realizat cu prețul unui declin al depozitelor bancare cu 15,6 miliarde și al unui declin al împrumuturilor bancare de 19,6 miliarde, echivalentul a 19% din produsul intern brut al anului 1929<sup>91</sup>.

A fost o vreme când unii istorici savanți strâmbau din nas atunci când se vorbea de faptul că se pot trage învățăminte din istorie. Economistii nu au o astfel de atitudine: două generații de economiști s-au străduit să explice cauzele Marii Depresiuni tocmai în ideea de a evita repetarea ei. Dintre toate lecțiile care au reieșit din acest efort colectiv,

iată care rămâne cea mai importantă : că o politică monetară inadecvată sau inflexibilă în urma unei scăderi bruște a prețurilor activelor poate transforma o măsură de corectare într-o recesiune și o recesiune într-o criză economică. După părerea lui Friedman și Schwartz, Rezervele Federale ar fi trebuit să caute să introducă activ lichidități în sistemul bancar începând din 1929, folosind ample operațiuni de piață deschisă și lărgind – nu contractând – volumul creditelor folosindu-se de fereastra de scont. Ei sugerează de asemenea că ar fi trebuit să se acorde mai puțină atenție abundenței de aur. Mai recent, s-a susținut că tocmai etalonul aur din perioada interbelică ar fi fost problema pentru că acesta transmitea crizele (precum crizele bancare și valutare europene din 1931) în toată lumea<sup>92</sup>. O a doua lecție pe care se pare că ne-o oferă istoria ar părea deci să fie că beneficiile unui curs de schimb stabil nu sunt atât de mari încât să depășească costurile unei deflații interne. Oricine se mai îndoiește astăzi că trebuie să învățăm din istorie nu are decât să compare lucrările academice cu acțiunile recente ale președintelui actual al Sistemului Rezervelor Federale<sup>93</sup>

## Povestea unor „cozi groase”

Uneori cele mai importante evenimente istorice sunt de fapt nonevenimentele : lucrurile care nu se întâmplă. Economistul Hyman Minsky caracteriza foarte bine situația atunci când afirma : „Evenimentul economic cel mai semnificativ al epocii de după al Doilea Război Mondial e cel care nu a mai avut loc : nu a mai avut loc o criză financiară profundă și de lungă durată”<sup>94</sup>. E cu adevărat surprinzător, pentru că nu au lipsit „Zilele Negre”

Dacă variațiile indicilor bursieri ar fi distribuite statistic precum înălțimea oamenilor, nu ar mai exista niciodată astfel de evenimente. Cei mai mulți ar fi îngrămădiți în jurul valorii medii, cu foarte puține variații extreme în sus și în jos. La urma urmei, nu sunt prea mulți cei care nu au 1,20 metri sau depășesc 2,40 metri. Dacă aș face o histogramă a înălțimii tinerilor studenți de la cursul meu de istorie a finanțelor în funcție de frecvența lor, rezultatul ar fi acea clasică linie curbă în formă de „clopot”, aproape toți fiind grupați, cu o marjă de 12-13 centimetri, în jurul înălțimii medii din Statele Unite, de 1,77 metri. Numai că pe piețele financiare lucrurile nu arată chiar așa. Dacă punem pe un grafic variațiile indicelui Dow Jones dintr-o singură lună, vom vedea că punctele nu se înghesuie în jurul mediei, fiind mult mai multe creșteri și scăderi majore la extreme, ceea ce statisticienii numesc „cozi groase”. Dacă variațiile pieței bursiere ar urma „distribuția normală” sau curba în formă de „clopot”, precum înălțimea oamenilor, o scădere anuală de 10% sau mai mult s-ar întâmpla o dată la 500 de ani, pe când în cazul indicelui Dow Jones s-a întâmplat o dată la cinci ani<sup>95</sup>. Iar scăderi de 20% sau mai mult ale pieței bursiere nu s-ar pomeni niciodată, cum nu am putea să vorbim de oameni cu înălțimea de 30 de centimetri – când de fapt au avut loc nouă astfel de crahuri în ultimul secol.

În „Lunea Neagră” din 19 octombrie 1987, indicele Dow Jones a scăzut cu 23%, una dintre cele doar patru zile în care indicele a coborât cu mai bine de 10% într-o singură ședință de tranzacționare. Prima pagină din *The New York Times* spunea totul atunci când se întreba : „Oare 1987 egal 1929 ?” De la valoarea maximă la valoarea minimă, scăderea era de o treime, o depreciere a acțiunilor americane de aproape un trilion de dolari. Cauzele crahului au fost amplu dezbătute la acel moment. E adevărat, Rezervele Federale crescuseră ratele cu o lună înainte de la 5,5 la 6%. Dar unitatea oficială de comandă, în frunte cu Nicholas Brady, a dat vina mai ales pe „vânzarea mecanică, indiferent de preț, de către un [mic] număr de instituții care au folosit strategii de asigurare a portofoliului

și de un mic număr de grupuri de fonduri mutuale ce au reacționat pentru a-și asigura amortizările”, la care s-au adăugat „un număr de instituții agresive orientate spre tranzacții agresive [care au încercat] să vândă, anticipând un declin și mai accentuat al pieței” Lucrurile s-au agravat și mai mult din cauza defectării sistemului automat de tranzacționare de la Bursa din New York și din pricina unor „întrerupătoare” care ar fi oprit vânzările pe piețele contractelor la termen și options<sup>96</sup>. Remarcabil e ceea ce a avut loc apoi sau, mai bine zis, ce nu a avut loc. În anii 1990 nu a avut loc o Mare Depresiune, în ciuda previziunilor lordului Rees-Mogg și ale altora<sup>97</sup>. În 1988 nu a fost nici măcar o recesiune (doar una modestă în 1990-1991). La mai puțin de un an după Lunea Neagră, indicele Dow Jones a ajuns la același nivel de dinainte de crah. Dar pentru asta o parte din merit le aparține, fără îndoială, reprezentanților băncilor centrale și mai ales tânărului președinte al Rezervelor Federale, Alan Greenspan, care preluase conducerea acestora de la Paul Volcker cu doar două luni înainte. Reacția lui Greenspan la Lunea Neagră a fost rapidă și eficientă. Declarația lui succintă din 20 octombrie prin care sublinia că Rezervele Federale „sunt pregătite să devină o sursă de lichidități pentru sprijinirea sistemului economic și financiar” a dat de înțeles pieței și mai ales băncilor din New York că, dacă lucrurile luau o întorsătură cu adevărat dramatică, el era gata să le scoată la liman<sup>98</sup>. Cumpărând agresiv obligațiuni guvernamentale pe piața deschisă, Rezervele Federale au introdus lichiditățile necesare în sistem, reducând costul împrumutului de la Rezervele Federale cu aproape 2% în doar 16 zile. Wall Street respira din nou. Lucrul de care se temea Minsky nu se întâmplase.

După ce a stopat o dată panica, în mintea lui Greenspan persista dilema dacă data viitoare să acționeze sau nu anticipat – pentru a preveni panica din start. Dilema a devenit de actualitate în anii 1990, în momentul în care s-a conturat o inflație clasică a prețurilor bursiere. În acest caz modificarea a fost produsă de explozia inovatoare din tehnologie și industria programelor informatice, când calculatoarele personale s-au întâlnit cu internetul. Dar, ca în cazul tuturor bulelor din istorie, a jucat un rol și adaptarea politicii monetare. De la un maximum de 6% în iunie 1995, dobânda țintă a fondurilor\* a fost redusă la 5,25% (ianuarie 1996 – februarie 1997). A fost ridicată din nou la 5,5% în martie 1997, apoi diminuată iarăși treptat, între septembrie și noiembrie 1998, la 4,75%. Și a rămas la acest nivel până în mai 1999, moment la care indicele Dow Jones a depășit 10.000 de puncte. Ratele nu au mai fost crescute până în iunie 1999.

Dar de ce au permis Rezervele Federale să se declanșeze euforia anilor 1990? Greenspan în persoană se simțise obligat să tragă un semnal de alarmă privind „exuberanța irațională” de pe piața bursieră încă din 5 decembrie 1996, imediat ce indicele Dow Jones trecuse de 6.000\*\*. Totuși, creșterea cu doar un sfert de punct din martie 1997 nu a fost suficientă pentru a risipi această exuberanță. Se pare că Greenspan și colegii săi au subestimat oarecum avântul bulei internetului. Încă din decembrie 1995, pe când indicele

\* Aceasta este rata dobânzii la care balanțele de împrumut interbancar sunt ținute la Rezervele Federale, de obicei peste noapte. Comitetul Federal al Pieței Deschise, format din cei șapte guvernatori ai Boardului Rezervelor Federale și președinții celor douăsprezece Bănci Regionale ale Rezervelor Federale, stabilește o rată-țintă la întâlnirile lor regulate. Banca Rezervelor Federale din New York are menirea de a face acea rată efectivă prin operațiuni în piața deschisă (cumpărând sau vânzând obligațiuni pe piața din New York).

\*\* Cuvintele lui erau, ca de obicei, obscure : „E limpede că o inflație scăzută susținută înseamnă mai puțină incertitudine asupra viitorului și prime de risc mai mici înseamnă un preț mai mare al acțiunilor... Dar cum știm noi când o exuberanță irațională determină valori ale activelor excesiv de mari... ? Pe noi, ca reprezentanți ai băncii centrale, nu trebuie să ne preocupe dacă colapsul unei bule a activelor financiare nu amenință să dăuneze economiei reale... Dar nici nu trebuie să subestimăm și să neglijăm complexitatea interacțiunilor piețelor activelor cu economia”.

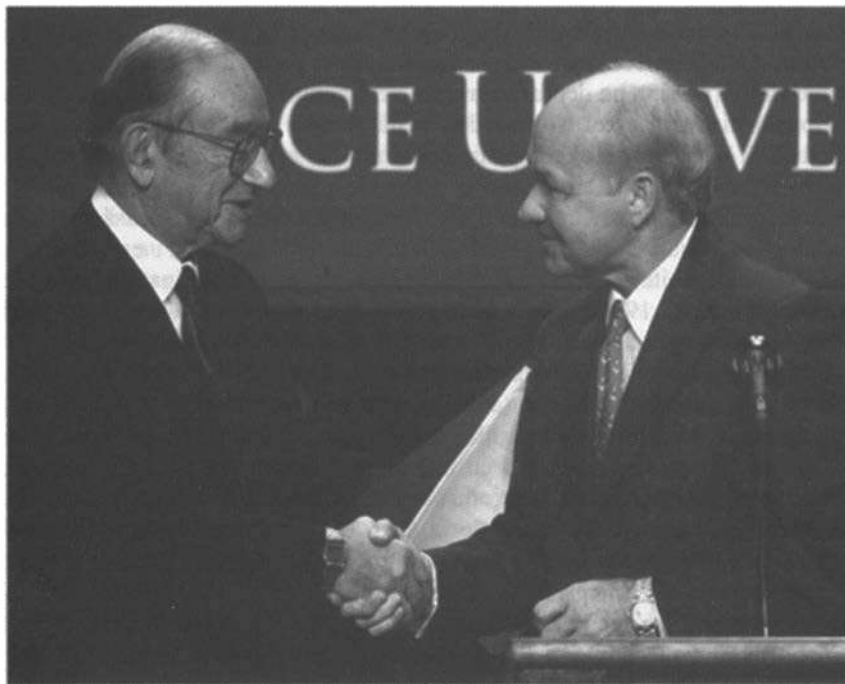


Dow Jones abia trecuse de 5.000, membrii Comitetului Federal al Pieței Deschise au apreciat că piața se apropie probabil de nivelul maxim<sup>99</sup>. În parte asta s-a întâmplat pentru că Greenspan a socotit că nu era cazul ca Rezervele Federale să-și facă griji din pricina inflației prețului activelor, ci doar din cauza inflației prețurilor de consum; iar acestea, credea el, se puteau reduce chiar prin creșterea productivității determinate de boomul tehnologic<sup>100</sup>. Iar în parte, așa cum se întâmplă atât de des în cazul inflației prețurilor bursiere, asta s-a datorat și faptului că presiunile internaționale – în acest caz, criza a fost precipitată de încetarea plăților de către Rusia în august 1998 – au necesitat acțiuni de contracarare<sup>101</sup>. În fine, asta s-a datorat în parte și faptului că Greenspan și colegii săi au socotit că nu mai era rolul Rezervelor Federale să plece cu bolul de punch înainte ca petrecerea să înceapă cu adevărat, cum spunea un predecesor al lui Greenspan, William McChestney Martin Jr.<sup>102</sup>. Dar trebuie să-i recunoaștem meritele lui Greenspan, „politica sa monetară în timp real” cu siguranță că a evitat un crah. Nu numai că s-a evitat ceea ce s-a întâmplat în anii 1930, ci și o repetare a experienței japoneze, când un efort bine intenționat al băncii centrale de a sparge o bulă a activelor a ajuns să declanșeze o vânzare masivă la 80%, urmată de un deceniu de stagnare economică. Dar pentru această strategie a trebuit plătit un preț. Și nu pentru prima dată în istoria bursei, o bulă a prețurilor activelor a creat condiții perfecte pentru infracțiuni, precum și pentru exuberanță.

Anumitor observatori stresați anii 1990 li s-au părut în mod ciudat o repetare a tumultuoșilor ani 1920; și, într-adevăr, traiectoria bursei din anii 1990 a fost aproape identică cu cea a anilor 1920. Dar, într-un fel, a fost ca o repetare a anilor 1720. Ceea ce fusese Compania Mississippi a lui Law pentru bula cu care a început secolul al XVIII-lea, asta avea să fie și altă companie pentru bula care a încheiat secolul XX. Era vorba despre o companie care le-a promis investitorilor săi profituri ce le depășeau și cele mai ambițioase așteptări. Era o companie care pretindea că va reinventa întregul sistem financiar. Și a fost o companie care a profitat pe deplin de avantajele legăturilor sale politice pentru a ajunge în vârful pieței în expansiune. Numită de revista *Fortune* vreme de șase ani consecutivi (1996-2001) Cea mai inovatoare companie din America, aceasta era Enron.

În noiembrie 2001, Alan Greenspan a primit o distincție prestigioasă, adăugându-și numele alături de Mihail Gorbaciov, Colin Powell și Nelson Mandela: era Premiul pentru servicii publice deosebite acordat de Enron. Și Greenspan și-a câștigat distincția pe bună dreptate. Din februarie 1995 până în iunie 1999 el crescuse ratele dobânzilor o singură dată. Cei care tranzacționau au început să vorbească de „opțiunea de vânzare Greenspan”, pentru că atât timp cât a fost el la cârma Rezervelor Federale era ca și cum ai fi avut o opțiune de vânzare pe piața bursieră (adică o opțiune, nu o obligație de a vinde acțiunile la un preț bun în viitor). Dar, de la mijlocul lui ianuarie 2000, piața bursieră din Statele Unite a început să scadă, confirmând cu întârziere avertismentele lui Greenspan despre exuberanța irațională. Nu a mai fost totuși o Zi Neagră, ca în 1987. Într-adevăr, când Rezervele Federale au ciopârțit ratele de la 6,5% la un abrupt 3,5%, în august 2001, economia părea că aterizează lin; în cel mai rău caz, doar o foarte scurtă recesiune. Și deodată, fără nici un avertisment, în New York a început, amenințătoare, o nouă Zi Neagră – nu sub forma unui crah, ci a prăbușirii intenționate a două avioane. În toiul discuțiilor despre război și al temerilor că bursa va fi închisă ca în 1914, Greenspan a redus iar ratele, de la 3,5% la 3% și apoi iarăși, până la cel mai mic nivel din istorie, de 1%, în iunie 2003. A pompat mai multe lichidități decât toate mașinile de pompieri din Manhattan după 11 septembrie 2001. Dar nici aceste măsuri nu au putut salva Enron. Pe 2 decembrie 2001, exact la două săptămâni după ce Greenspan și-a primit distincția de la Enron, compania și-a semnat falimentul.

Asemănările dintre cariera lui John Law, autorul bulei Mississippi, și cea a lui Kenneth Lay, președintele Enron, sunt izbitoare, ca să nu spunem mai mult. Piatra filosofală a lui John Law i-a permis să „facă aur din hârtie” Echivalentul lui Lay a fost de „a face aur din gaz” Planul lui Law fusese să revoluționeze finanțele Franței. Al lui Lay era să revoluționeze afacerile din domeniul energiei la nivel mondial. De mulți ani industria era dominată de imense companii de utilități care, pe de o parte, produceau fizic energia – pompau gaz și generau electricitate –, iar pe de altă parte, le-o vindeau consumatorilor. Ideea măreață a lui Lay, sugerată de Jeffrey K. Skilling, consultantul lui McKinsey, era de a crea un fel de Bancă Energetică, care să funcționeze ca un fel de intermediar între furnizorii și consumatorii de energie<sup>103</sup> Ca și Law, Lay, fiul unui predicator sărac din Missouri, începuse modest – ca și Enron, care inițial fusese o mică companie de gaze din Omaha, Nebraska. Lay a fost cel care a rebotezat compania\* și i-a mutat sediul central la Houston, Texas. La fel ca Law, Lay avea prieteni sus-puși. Fiind el însuși un vechi supporter al industriei energetice din Texas, președintele George H. Bush a sprijinit în 1992 legislația care ridica restricțiile impuse acestei industrii și înlătura și controlul guvernamental asupra prețurilor. În jur de trei sferturi dintre cele 6,6 milioane de dolari, contribuția politică a companiei Enron, la care s-au adăugat și 355.000 de dolari din partea lui Lay și a soției sale, au ajuns la Partidul Republican la alegerile din anul 2000. Senatorul Phil Gramm a fost al doilea care a primit contribuții consistente de la Enron pentru campania sa electorală în 1996, acesta fiind un puternic susținător al eliminării restricțiilor impuse industriei energetice din California.



Alan Greenspan și Kenneth Lay

\* La început compania urma să fie botezată Enteron, până când *Wall Street Journal* a arătat că *enteron* e un cuvânt grecesc derivat de la cuvântul care înseamnă „intestine”

La sfârșitul anului 2000, Enron era a patra mare companie din America, cu un număr de 21.000 de angajați. Controla un sfert din afacerile cu gaze naturale din Statele Unite. Profitând de un val global de privatizări în sectorul energetic, compania a pus mâna pe active pretutindeni în lume. Numai în America Latină, Enron avea acțiuni în Columbia, Ecuador, Peru și Bolivia, de unde Enron a început instalarea conductei sale care traversa continentul, până în Brazilia. Aparent în urma intervențiilor prietenului personal al lui Lay, George W. Bush, Enron obținuse, în Argentina, contractul de construcție a conductei de gaze naturale care traversa Anzii. Totuși, mai presus de toate, Enron nu făcea afaceri numai în industria energetică, ci și în domeniul celorlalte trei elemente: apa, focul și aerul. Pretindea că poate furniza și lărgime de bandă pe internet. Într-o scenă parcă desprinsă din filmul *Cacealmaua*, niște analiști bancari au fost conduși prin ringuri de tranzacționare false unde niște angajați așezați în fața computerelor se prefăceau că vând bandă largă. Era exact Compania Mississippi din nou. Și, la fel ca în 1719, beneficiile li s-au părut investitorilor irezistibile. În cei trei ani de după 1997, prețul acțiunilor Enron a crescut de aproape cinci ori, de la sub 20 de dolari la mai bine de 90 de dolari. Pentru directorii Enron, care au fost generos „stimulați” cu opțiuni pe acțiuni, răsplata a fost și mai mare. În ultimul an de existență a sa, Enron și-a plătit cei 140 de directori cu câte 5,3 milioane de dolari. Vânzările de automobile de lux au crescut vertiginos. La fel și proprietățile din River Oaks, cea mai selectă zonă din Houston. „M-am gândit mult la asta”, remarcă Skilling, care, în 1997, a devenit principalul director de operațiuni, „și am constatat că nu contează decât banii... Cu bani cumperi și loialitatea oamenilor. Acest sentiment înduioșător nu e la fel de important ca banii gheață. Ei sunt motorul performanței”<sup>104</sup>. Când am întâlnit-o la Houston, în fața sediului acum defunctei Enron, Sherron Watkins își amintea: „La Enron, încasai prime repetate care depășeau de mai multe ori venitul de bază anual. Și nu îți mai băteau capul dacă primeai procente, chiar dacă era doar 75% din salariul de bază anual. Și voiai prime. Voiai să încasezi de două-trei ori salariul tău de bază anual, de patru ori, sub formă de bonus”<sup>105</sup>. În euforia lui aprilie 1999, chiar și echipa de baseball Houston Astros și-a rebotezat stadionul Enron.

Ca și în cazul sistemului lui Law, singura problemă a „sistemului” Enron era că reprezenta o escrocherie elaborată, bazată pe manipularea pieței și pe registre măsluite. În înregistrările făcute publice în 2004 puteau fi auziți negociatorii de la Enron cerând Companiei El Paso Electric să oprească producția pentru a menține prețurile. Un alt schimb de replici se referea la „toți banii pe care voi, băieți, îi furați de la sârmanele bunicuțe din California” Rezultatele unor astfel de mașinațiuni au fost nu numai prețurile mai ridicate, ci și întreruperi ale curentului pentru consumatori. În doar șase luni după ce a intrat în vigoare Legea liberalizării, în California s-a întrerupt curentul de nu mai puțin de 38 de ori. (În altă înregistrare, niște afaceriști care urmăreau la televizor o știre despre incendiile din pădurile californiene puteau fi auziți strigând: „Arzi, puiule, arzi!” , în vreme ce stâlpii de electricitate se contorsionau și se prăbușeau la pământ.) Chiar și cu o astfel de manipulare a pieței, activele și profiturile declarate ale companiei au fost umflate, în vreme ce datoriile și pierderile au fost dosite în așa-numitele entități cu scop special, care nu erau incluse în structura declarată a companiei. În fiecare trimestru, directorii au fost nevoiți să folosească tot mai mult fum și tot mai multe oglinzi înșelătoare pentru ca pierderile să pară profituri imense. Skilling a ajuns în topul directorilor folosindu-se de noile tehnici financiare, cum ar fi evaluarea activelor și debitelor la prețul pieței, și nu la valoarea din registre, și securizarea debitelor. Dar nici măcar Andrew Fastow, directorul financiar, nu a putut la nesfârșit să facă pierderile să pară profituri, mai ales că acum se folosea de entități cu scop special precum Chewco Investments pentru

a-și umple buzunarele – ale lui și ale altor directori. La mijlocul anilor 1990, afacerile internaționale ale companiei Enron, în special, pierdeau bani, mai ales după anularea unui proiect în domeniul generării de energie în statul indian Maharashtra. EnronOnline, primul sistem de tranzacționare a mărfurilor pe internet, aducea profituri importante. Dar oare făcea și bani cu adevărat? La Houston, euforia începea să pălească: inițiativa începuseră să simtă primele simptome ale stresului. Entitățile cu scop special ale lui Fastow primeau denumiri tot mai de rău augur: Raptor I, Talon. El și alții s-au debarasat de acțiuni ale companiei Enron în valoare de 924 de milioane de dolari cât lucrurile încă mergeau bine.

Investitorii au fost asigurați că cotația acțiunilor Enron va ajunge la 100 de dolari. Totuși, când Skilling și-a anunțat pe neașteptate demisia („din motive personale”), pe 14 august 2001, prețul acțiunilor a scăzut sub 40 de dolari. În aceeași lună, Sherron Watkins i-a scris lui Lay, exprimându-și teama că Enron va face „implozie în urma unui val de scandaluri privind situația contabilă” Și exact asta s-a și întâmplat. Pe 16 octombrie, Enron anunța o pierdere de 618 milioane de dolari în al treilea trimestru și reducerea cu 1,2 miliarde a capitalului acționarilor. Opt zile mai târziu, în cursul anchetei Comisiei Valorilor Mobiliare și a Burselor, Fastow și-a dat demisia din funcția de director financiar. Pe 8 noiembrie compania a fost obligată să-și revizuiască profiturile din ultimii cinci ani; se declaraseră 567 de milioane de dolari în plus. Când Enron a demarat procedurile de declarare a falimentului, pe 2 decembrie, s-a dezvăluit că bilanțul total auditat ascunsese datorii pe termen lung de 25 de miliarde de dolari: acestea erau nu de 13 miliarde de dolari, ci de fapt de 38 de miliarde de dolari. Deja, stresul se transformase în repulsie; iar panica venea și ea repede din urmă. La sfârșitul anului 2001, acțiunile companiei Enron valorau doar 30 de cenți.

În mai 2006 Law a fost declarat vinovat de toate cele zece capete de acuzare împotriva lui, inclusiv de conspirație, fals în declarații, fraudă cu titluri de valoare și fraudă bancară. Skilling a fost găsit vinovat de 18 dintre cele 27 de capete de acuzare. Lay a murit înainte de pronunțarea sentinței, pe când se afla la Aspen, Colorado, în vacanță. Skilling a fost condamnat la 24 de ani și patru luni de închisoare și la plata a 26 de milioane de dolari la fondul de pensii al companiei Enron; a făcut recurs. În total, 16 directori s-au declarat vinovați în legătură cu acuzațiile privind administrarea companiei Enron, iar alți șase (deocamdată) au fost găsiți vinovați la proces. Arthur Andersen, firma de servicii contabile a companiei, a fost distrusă de scandal. Dar principalii perdaniți au fost angajații de rând ai companiei și micii investitori ale căror economii s-au evaporat, la fel ca milioanele de livre pierdute când s-a prăbușit Compania Mississippi.

Societatea pe acțiuni cu răspundere limitată, inventată acum patru sute de ani, e cu adevărat o instituție miraculoasă, la fel ca și bursa, unde pot fi vândute și cumpărate titlurile acesteia. Dar de-a lungul întregii istorii a finanțelor au existat și companii frauduloase, după cum au existat și piețe iraționale. Într-adevăr, cele două situații merg mână în mână – căci, atunci când taurii galopează cu cel mai mare entuziasm, oamenii s-ar putea să fie înclinați să se lase duși de val. Un rol crucial îl joacă totuși băncile centrale, care se presupune că trebuie să fie cowboy-i ce trebuie să mâne cireada. E limpede că fără Banque Royale Law n-ar fi reușit să facă ceea ce a făcut. La fel de limpede e și faptul că fără politica monetară laxă a Rezervelor Federale din anii 1990 lui Ken Lay și Jeff Skilling le-ar fi fost foarte greu să împingă prețul acțiunilor Enron la 90 de dolari. În schimb, Marea Depresiune ne oferă o lecție amară cu privire la pericolul unei politici monetare restrictive foarte severe în timpul unui crah. Evitarea repetării Marii Depresiuni

e adesea considerată un scop care justifică orice mijloace. Totuși, istoria Companiei Olandeze a Indiilor de Est, prima societate pe acțiuni, arată că, având o bază monetară solidă furnizată de Banca de Schimburi din Amsterdam, și bulele, și spargerea lor pot fi evitate.

În concluzie, drumul piețelor financiare nu poate fi niciodată lipsit de obstacole, așa cum am vrea noi. Atât timp cât așteptările oamenilor trec de la un optimism exagerat la un pesimism exagerat – de la lăcomie la spaimă –, prețul acțiunilor tinde să aibă un parcurs capricios, conturând o linie care seamănă foarte bine cu crestele zimțate ale Anzilor. Iar ca investitori, ar trebui să sperăm că, atunci când va trebui să coborâm de pe piscul euforiei, vom avea parte de o pantă de schi lină, și nu de o prăpastie.

Dar oare nu există nici o soluție care să ne ferească de prăbușirea reală și metaforică? După cum vom vedea în capitolul 4, evoluția asigurărilor, de la începuturile lor modeste din secolul al XVIII-lea, a formulat o serie de răspunsuri la această întrebare, fiecare dintre ele oferind măcar o oarecare protecție în fața piscurilor prăpăstioase și a cozilor groase ale istoriei financiare.

## Capitolul 4

# Revenirea riscului

Să economisești pentru viitor este un impuls financiar elementar, pentru că viitorul e nesigur. Lumea e un loc plin de primejdii. Nimeni nu trece prin viață fără să aibă parte și de puțin ghinion. Unii dintre noi au parte chiar de mai mult. Adesea e destul să te afli în locul nepotrivit la momentul nepotrivit : de exemplu, să fii în delta fluviului Mississippi în ultima săptămână a lui august 2005, când uraganul Katrina a lovit nu doar o dată, ci de două ori. La început a venit urletul vântului aceleuia cu o forță de foarte mulți kilometri la oră care a spulberat numeroase case de lemn, măturându-le de pe fundațiile lor de beton. Apoi, două ore mai târziu, a ajuns și valul de zece metri împins de uragan care a spart trei dintre digurile de apărare ale orașului New Orleans, de la lacul Pontchartrain și Mississippi, revărsând milioane și milioane de litri de apă asupra orașului. Loc cu ghinion, într-un moment cu ghinion. Sau să fii în World Trade Center pe 11 septembrie 2001. Sau la Bagdad, aproape în fiecare zi de la invadarea acestuia în 2003. Sau la San Francisco când – așa cum se va și întâmpla într-o zi – va avea loc un cutremur cu adevărat mare de-a lungul faliei de la San Andreas.

Astfel de lucruri se întâmplă, după cum observa nonșalant fostul secretar al Apărării Donald Rumsfeld când, după răsturnarea lui Saddam Hussein, s-a declanșat o orgie de jafuri în capitala irakiană. Unii susțin că astfel de lucruri se vor întâmpla mult mai frecvent decât în trecut, din pricina schimbărilor climatice, a amplificării acțiunilor teroriste sau a gafelor Americii în domeniul politicii externe. Problema e cum ne vom descurca noi în fața riscurilor și a momentelor de nesiguranță ale viitorului. Să ne bazăm pe gesturile voluntare de caritate ale semenilor noștri atunci când situația va deveni cumplită ? Sau ne vom putea baza pe ajutorul statului – cu alte cuvinte, pe contribuțiile obligatorii ale concetățenilor noștri plătitori de taxe – pentru a ieși din impas când va veni peste noi catastrofa ?

Istoria artei gestionării riscului a însemnat o lungă luptă între dorința noastră vană de a ne crea o siguranță financiară – o siguranță, ca să spunem așa, precum cea garantată de Fondul Scottish Widows – și realitatea crudă care demonstrează că în această privință nu există „viitor”, un singur viitor. Nu există decât o multitudine de forme imprevizibile de viitor, care nu-și vor pierde niciodată capacitatea de a ne lua prin surprindere.

La filmele western pe care le urmăream pe când eram puști eram fascinat de localitățile-fantomă, așezări omeneste cu viață scurtă, părăsite din pricina schimbărilor rapide ale orizontului american. Abia când am fost la New Orleans, după uraganul Katrina, am văzut cu adevărat și eu cum a ajuns să arate primul mare oraș-fantomă al Americii.

Prin minte îmi treceau amintiri plăcute, chiar dacă încețoșate, legate de „Big Easy” Pe vremea când eram încă puștan, în perioada dintre liceu și universitate, când simțeam pentru prima dată gustul libertății, am descoperit că New Orleans era singurul loc din Statele Unite unde puteam fi servit și eu cu o bere în ciuda faptului că eram minor, ceea ce a făcut să-mi pară minunat jazzul bătrânilor muzicieni din Preservation Hall. Cu douăzeci și cinci de ani mai târziu și la aproape doi ani după ce a fost lovit de marele uragan, orașul e doar o umbră pustiită a ceea ce a fost odinioară. Saint Bernard Parish a fost una dintre zonele cel mai grav afectate de furtună. Doar cinci locuințe din cele circa 26.000 n-au fost inundate. În final, 1.836 de americani și-au pierdut viața din pricina uraganului Katrina, cei mai mulți fiind din Louisiana. Numai în Saint Bernard numărul morților a ajuns la patruzeci și șapte. Se mai pot vedea și acum însemnele de pe ușile caselor abandonate care indicau dacă acolo a fost găsit sau nu vreun cadavru. Îți sugerează comparația cu Anglia medievală din timpul Morții Negre.

Când am ajuns din nou la New Orleans în iunie 2007, consilierul Joey DiFatta și restul oficialilor municipali din Saint Bernard lucrau tot în niște rulote, parcate în spatele fostelor lor birouri pe care inundația le devastase. În timpul uraganului, DiFatta a rămas la birou, pentru ca mai apoi să se retragă pe acoperiș, pe măsură ce apele se ridicau tot mai mult. De acolo, de sus, el și colegii săi n-au putut decât să urmărească neputincioși cum împrejurimile pe care le îndrăgisera dispăreau sub apele mocirloase și întunecate. Înfuriați când au văzut incompetența Agenției Federale pentru Situații de Urgență (FEMA), aceștia și-au jurat să refacă tot ce pierduseră. De atunci, au trudit fără odihnă, încercând să reconstruiască ceea ce înainte fusese o comunitate foarte strâns legată – mulți dintre acei oameni, la fel ca DiFatta, fiind urmași ai coloniștilor veniți din Insulele Canare. Dar nu s-a dovedit a fi deloc ușor să-i convingă pe miile de refugiați să se întoarcă la Saint Bernard ; la doi ani de la dezastru, în district era doar o treime din populația de dinainte de Katrina. Una dintre problemele de care s-au împiedicat s-a dovedit a fi cea a asigurărilor. În momentul de față e practic imposibil să asiguri o casă în Saint Bernard sau în oricare altă zonă mai joasă a orașului New Orleans. Iar fără asigurare pentru construcție e practic imposibil să obții un credit ipotecar.

Aproape toți supraviețuitorii și-au pierdut casele în cursul dezastrului, întrucât aproape trei sferturi din fondul locativ total al orașului a fost distrus. Au fost peste 1.750.000 de cereri de despăgubiri de dezastru, pierderile asigurate fiind estimate la peste 41 de miliarde de dolari, transformând Katrina în cea mai costisitoare catastrofă din istoria modernă a Americii<sup>1</sup> Dar Katrina n-a avut drept consecință doar inundarea New Orleansului, ci a dezvăluit și neajunsurile sistemului de asigurări care a împărțit responsabilitățile între companii de asigurări private, care au garantat protecție împotriva daunelor provocate de vânt, și guvernul federal, care garanta protecție împotriva inundațiilor, după un plan introdus în urma uraganului Betsy din 1965. După dezastrul din 2005, mii de împuterniciți

\* The Big Easy e porecla orașului New Orleans, după titlul romanului lui James Conaway (1972). Replica sa, *The Big Uneasy*, este un documentar realizat de Harry Shearer despre soarta orașului după uraganul Katrina (n.tr.).

ai firmelor de asigurări au împânzit regiunea de coastă a Louisiane și a fluviului Mississippi. După spusele multor rezidenți, treaba lor nu era să-i ajute pe deținătorii de polițe de asigurare loviți de dezastru, ci să găsească chichițe pentru a nu plăti aceste polițe, susținând că daunele suferite au fost provocate de inundații, și nu de vânt\* Companiile de asigurări nu s-au gândit că vor avea de-a face cu unul dintre deținătorii de polițe de asigurare, fost pilot în Marina Militară și celebru avocat, Richard F. Scruggs, omul cunoscut înainte ca Regele Prejudiciilor.



New Orleans după Katrina : acolo unde asigurările au dat greș

„Dickie” Scruggs a ajuns întâia oară pe prima pagină a ziarelor în anii 1980, când i-a reprezentat pe muncitorii de pe șantierele navale ai căror plămâni au fost afectați în mod fatal de expunerea la azbest, câștigând pentru ei despăgubiri în valoare de 50 de

\* O poliță tipică de asigurare a unei proprietăți imobiliare în zona Coastei Golfului conține o Clauză deductibilă în caz de uragan, care menționează procentele de scutire în cazul oricăror pretenții pentru „pierderi fizice directe sau daune aduse proprietății asigurate provocate de vânt, rafale, grindină, ploaie, tornade sau cicloane ori ca urmare a unui uragan” Dar întotdeauna în acea clauză există și o excepție : „Nu oferim asigurare... pentru nici un fel de pagubă ce nu s-ar fi petrecut dacă n-ar fi fost unul sau mai multe evenimente eliminatorii”, cum ar fi „daune provocate de apă însemnând... inundații, ape de suprafață, valuri, valuri de maree, tsunami, valuri provocate de variații de nivel, valuri de lac, scurgeri din acumulări de apă, jeturi provocate de oricare din cele mai înainte menționate, orice dintre acestea antrenate de vânt” În plus, „nu oferim asigurare pentru astfel de daune indiferent de : (a) cauza evenimentului eliminatoriu ; sau (b) alte cauze ale daunelor ; sau (c) dacă alte cauze au concurat în același timp ori consecutiv cu evenimentul eliminatoriu pentru producerea pagubei ; sau (d) evenimentul s-a produs brusc ori gradual...” Acesta e un exemplu clasic de texte scrise cu caracter mărunț menite să limiteze garanțiile celui asigurat într-un fel greu de înțeles pentru deținătorul poliței de asigurare.



milioane de dolari. Dar asta a fost doar un mizilic în comparație cu ce i-a făcut să plătească pe cei din companiile din industria tutunului : peste 200 de miliarde de dolari către statul Mississippi și alte patruzeci și cinci de state drept compensații pentru cheltuielile de asistență medicală în cazul afecțiunilor provocate de fumat. Acest caz (imortalizat în filmul *Scandal în industria tutunului*) l-a făcut pe Scruggs un om bogat. Se spune că onorariul său după această acțiune în beneficiul unui grup ar fi fost de 1,4 miliarde de dolari, adică 22.500 de dolari pentru fiecare oră în care a muncit firma sa. Și din acești bani și-a cumpărat o casă pe faleza din Pascagoula's Beach Boulevard, la mică distanță (cu avionul cu reacție particular) de birourile sale din Oxford, Mississippi. Dar, după trecerea Katrinai, din casa lui n-au mai rămas decât fundația de beton și câțiva pereți atât de avariați, încât au trebuit să fie dați jos cu buldozerul. Cu toate că, după aceea, compania la care era el asigurat a socotit cu cale (în mod înțelept) să-i plătească despăgubirile, Scruggs a fost foarte supărat auzind de tratamentul altor firme de asigurări. S-a oferit să-i reprezinte, printre alții, pe cumnatul său, Trent Lott, fost reprezentant al majorității republicane din Senat, și pe prietenul său Gene Taylor, kongresmen de Mississippi, care și-au pierdut amândoi casele din pricina uraganului Katrina și pe care asiguratorii lor i-au expediat fără prea multă discuție<sup>2</sup>. Într-o serie de cazuri în apărarea deținătorilor de polițe de asigurare, Scruggs a susținut că asiguratorii (în principal firmele State Farm și All State) încercau să nu-și respecte angajamentele asumate legal<sup>3</sup>. El și „Grupul Katrina Scruggs” au întreprins cercetări ale condițiilor meteorologice pentru a arăta că toate distrugerile din zone precum Pascagoula au fost provocate de vânt cu ore înainte de inundații. Scruggs a fost abordat și de doi informatori angajați în asigurări care au pretins că firma la care lucrau au modificat rapoartele pentru a demonstra că daunele fuseseră provocate mai ales de inundații și mai puțin de vânt. Recordul profiturilor doar din 2005 și 2006 ale firmelor de asigurări i-a deschis lui Scruggs pofta de revanșă\*. După cum îmi spunea când ne-am întâlnit în pustietatea în care fusese propria lui casă: „Acesta [orașul] mi-a fost cămin vreme de cincizeci de ani, aici mi-am întemeiat familia și eram foarte mândru de el. Iar când mă uit acum la el, mă trece un val de emoții” La acel moment firma State Farm rezolvase deja 640 de cazuri susținute de Scruggs în favoarea clienților cărora inițial li se refuzase plata daunelor, plătindu-le acestora 80 de milioane de dolari, și fusese de acord să analizeze și alte 36.000 de solicitări<sup>4</sup>. Părea că asiguratorii dăduseră înapoi. Dar campania lui Scruggs împotriva firmelor de asigurări s-a prăbușit în noiembrie 2007, când el și fiul său Zachary și alți trei asociați au fost acuzați că au încercat să mituiască un judecător al unei curți din acest stat într-un proces privind o dispută pe marginea despăgubirile legale legate de Katrina\*\*. Din acel moment pe Scruggs îl așteaptă o condamnare cu închisoarea de până la cinci ani<sup>5</sup>.

\* Companiile de asigurări ale proprietății și pentru cazuri de dezastru din Statele Unite, după deducerea taxelor, au avut un profit net de 43 de miliarde de dolari în 2005 și 64 de miliarde de dolari în 2006, în comparație cu media de mai puțin de 24 de miliarde de dolari în precedenții trei ani.

\*\* Asociatul lui Scruggs, Timothy Balducci, a fost înregistrat pe când îi oferea 40.000 de dolari judecătorului Lackey. „Singura persoană din lume în afară de mine și de dumneavoastră cu care am discutat această problemă e Dick”, i-a spus domnul Balducci lui Lackey. „Noi, după cum vă spun, nu suntem decât trei oameni pe lumea asta care știu de problemă... iar doi dintre ei sunt chiar aici față în față, iar celălalt e Scruggs... Eu și el, cum să spun, în ultimii cinci sau șase ani, sunt niște cadavre îngropate... despre care, după cum știți, eu și cu el știm unde sunt.” Pe 1 noiembrie 2007 Balducci l-a sunat pe Scruggs să-i spună că judecătorul „se simte puțin

S-ar putea să sune ca o altă poveste despre moralitatea îndoielnică a sudiștilor sau o dovadă că cei care trăiesc de pe urma unor delictelor vor pieri. Totuși, indiferent de căderea lui Scruggs de la statutul de om de ispravă la cel de infractor, situația a evoluat în sensul că atât firma Farm State, cât și All State au declarat o mare parte din zona de coastă a Golfului Mexic drept zonă care „nu se asigură”. Ce rost are să-și asume vreun risc reînnoind polițele de asigurare aici, unde dezastrele naturale au loc mult prea des și unde după dezastre companiile trebuie să se confrunte cu unii ca Dickie Scruggs? Implicațiile majore ale acestei atitudini par să sugereze că sectorul privat nu mai e în stare să acopere asigurările pentru niște zone ca Pascagoula și Saint Bernard. În același timp, nu e deloc limpede dacă legislativul american e gata să preia obligațiile de a extinde și mai mult asigurările de stat. Valoarea totală a daunelor pentru bunurile neasigurate în urma uraganelor din 2005 s-ar putea să ajungă să coste guvernul federal cel puțin 109 miliarde de dolari în ajutoarele de după dezastru și alte 8 miliarde de dolari prin suspendare de taxe, de aproape trei ori valoarea pierderilor estimate ale firmelor de asigurări<sup>6</sup>. După părerea publicistei Naomi Klein, această situație e simptomatică pentru disfuncționalitatea „Complexului capitalismului dezastrelor”, care generează profituri particulare pentru unii, dar îi lasă pe plătitorii de taxe să facă singuri față costurilor catastrofei<sup>7</sup>. În cazul unor astfel de note de plată dezastruoase, care ar fi modul corect de a acționa? În cazul în care asigurările nu fac față, singura alternativă ar fi ca toate dezastrele naturale să devină o preocupare la scară națională, o imensă obligație fără restricții pentru guverne?

Firește, viața a fost întotdeauna plină de primejdii. Dintotdeauna au existat uragane, nenorociri, foamete. Iar dezastrele pot fi o problemă personală mărunță sau pot deveni mari probleme publice. În fiecare zi, bărbați și femei sunt victime ale unor îmbolnăviri sau ale unor accidente și se trezesc brusc în situația că nu mai pot munci. Cu toții ajungem să îmbătrânim și să nu mai fim în stare să ne câștigăm pâinea zilnică. Și mai sunt și unii, puțini la număr, care de la naștere nu sunt în stare să-și poarte de grijă. Iar problema este că doar puține dintre aceste calamități sunt întâmplătoare. Frecvența uraganelor are oarecare regularitate, la fel ca aceea a îmbolnăvirilor și a morții. În toate deceniile, începând din anii 1850, Statele Unite au fost lovite de uragane, între unu și zece uragane majore (definite ca furtuni cu o viteză a vântului de peste 110 mile la oră, care determină o creștere a nivelului apei de peste doi metri și jumătate). Deocamdată nu e foarte limpede dacă acest deceniu va depăși recordul anilor 1940, când au avut loc zece astfel de uragane<sup>8</sup>. Deoarece există date statistice pentru un secol și jumătate, avem posibilitatea să evaluăm probabilitatea unui astfel de incident, precum și gradul uraganelor. Corpul de Ingineri al Armatei Statelor Unite a apreciat că un uragan precum Katrina poate apărea o dată la 396 de furtuni, ceea ce înseamnă că șansa ca un uragan de această amploare să lovească Statele Unite pe parcursul unui an e de 0,25%<sup>9</sup>. O cu totul altă perspectivă a abordat compania Risk Management Solutions, care aprecia, cu doar câteva săptămâni înainte de declanșarea furtunii, că un uragan de forța Katrinei se poate petrece o dată la patruzeci de ani<sup>10</sup>. Evaluări atât de diferite arată că, la fel ca și cutremurele de pământ sau războaiele, uraganele sunt mai degrabă de domeniul incertitudinii decât al riscului pe deplin înțeles. Un calcul al probabilităților se poate face cu mai mare precizie pentru majoritatea celorlalte

---

mai sensibil în fața faptelor și a legii decât înainte” și l-a întrebat: „Vrei să mai salți puțin, știi tu, cam la vreo 10 sau ceva mai mult?” Scruggs i-a răspuns că „de asta are el grijă”.

Pentru o discuție mai amplă asupra acestei distincții cruciale, vezi și *infra*, „Cuvântul de încheiere”

forme de risc cu care se confruntă oamenii, pentru că acestea au loc mult mai frecvent, așa încât e ușor de conturat un model. Riscul mediu de deces al unui american din pricina forțelor naturii, în care se includ tot felul de dezastre naturale, a fost estimat la 1 din 3.288 de cazuri. Cifra corespunzătoare de deces din cauza unui incendiu într-o clădire e de 1 la 1.358 de cazuri. Riscul ca un american să fie împușcat mortal e de 1 la 314. Dar un american e mult mai probabil să fie victima unei sinucideri (1 la 119) și mult mai probabil să moară în urma unui accident de mașină (1 la 78), dar și mai probabil să moară de cancer (1 la 5)<sup>11</sup>.

În societățile agricole premoderne, aproape toată lumea se confrunta cu riscul unei morți premature din cauza malnutriției sau a bolilor, ca să nu mai vorbim de războaie. În acele timpuri, oamenii nu puteau face mare lucru în privința prevenirii acestor dezastre, spre deosebire de generațiile de mai târziu. Se bazau mai mult pe încercările de a-i îmbuna pe zei sau pe Dumnezeu, care, credeau ei, trimiteau secetele, epidemiile și invaziile. Doar treptat au ajuns oamenii să acorde importanță schimbărilor regulate ale vremii, ale recoltelor și epidemiilor. Abia foarte târziu – în secolele al XVIII-lea și al XIX-lea – au început să înregistreze sistematic nivelul precipitațiilor, al recoltelor și mortalității într-un mod care a făcut posibil calculul probabilităților. Dar chiar mai înainte de a face asta, ei au înțeles că este înțelept să faci economii: să pui bani deoparte pentru când îți plouă prea mult (în sens aproape literal în societățile agricole). Cele mai multe societăți agricole primitive încercau cel puțin să adune de-ale gurii și alte provizii pentru a le ajuta să treacă peste vremurile grele. Și grupurile noastre tribale au intuit încă dintru începuturi că era bine să pună la grămadă resursele, pentru că, instinctiv, știau că cu cât erau mai mulți era mai sigur. În mod logic, din cauza vulnerabilității strămoșilor noștri, cele mai vechi forme de asigurare au fost probabil societățile de înmormântare, care puneau deoparte provizii pentru a asigura membrilor tribului înmormântarea cu cele cuvenite. (Astfel de societăți rămân singura formă de instituție financiară în unele dintre cele mai sărace zone din Africa de Est.) Constituirea unor rezerve din timp în vederea unor posibile dezastre în viitor a rămas principiul fundamental de asigurare, fie că e vorba de măsuri de prevedere în caz de moarte, în fața efectelor vârstei înaintate, a bolilor sau accidentelor. Problema era să știi cât să economisești și ce să faci cu acele economii pentru a fi sigur că, spre deosebire de cele întâmplare la New Orleans după Katrina, dispui de suficienți bani la teșcherea care să acopere costurile unei nenorociri atunci când aceasta te lovește. Dar pentru asta trebuie să fii mai mult decât chibzuit. Ceea ce ne oferă un important indiciu pentru a afla unde și-ar putea avea originile istoria asigurărilor. Unde dacă nu în mândra și chibzuita Scoție?

## Măsuri de prevedere

Se spune că noi, scoțienii, suntem un popor pesimist. S-ar putea să fie din pricina vremii – dacă ținem cont de toate zilele alea mohorâte și ploioase. Poate din cauza anilor nesfârșiți de dezamăgire din domeniul sportului. S-ar putea să fie de vină calvinismul, religie îmbrățișată de strămoșii mei din regiunea Lowlands a Scoției pe vremea Reformei. Predestinarea nu e o parte prea încurajatoare a credinței, deși logic ar fi să-ți asumi faptul că un Dumnezeu atotștiutor știe de la început care dintre noi („Cei Aleși”) se vor duce în Rai și care dintre noi (un număr mult mai mare de păcătoși fără speranțe) vor ajunge în Iad. Dintr-un motiv oarecare, doi dintre slujitorii Bisericii Scoției au dobândit faima

de a fi inventat primul fond adevărat de asigurare acum mai bine de două sute cincizeci de ani, în 1744.

E adevărat că instituții de asigurare au existat și înainte de această dată. „Fundarisirea” – asigurarea „fundului” (corpului) navelor comerciale – a fost acțiunea din care s-a născut asigurarea ca ramură a comerțului. Unii spun că primele contracte de asigurare datează de la începutului secolului al XIV-lea și au apărut în Italia, când încep să apară și plățile pentru *securitas* în documentele comerciale. Dar aceste înțelegeri de la începuturi aveau mai degrabă caracterul unei condiții pentru împrumut către neguțatori (cum era în vechiul Babilon), împrumut care putea fi refuzat în cazul unei avarii, și nu erau polițe de asigurare în sensul modern al cuvântului<sup>12</sup>; în *Neguțatorul din Veneția*, „navele” lui Antonio nu sunt, evident, asigurate, lăsându-l descoperit în fața intențiilor criminale ale lui Shylock. Abia prin anii 1350 au început să apară adevăratele polițe de asigurare, cu prime între 15 și 20% din suma asigurată, primă care a scăzut la 10% prin secolul al XV-lea. Într-un contract tipic din arhivele neguțătorului Francesco Datini (cca 1335-1410) se stipulează că asiguratorul e de acord să-și asume riscurile pe care le ridică „Dumnezeu, marea, navele de război, focul, nevoia de a arunca marfa peste bord, condamnarea la închisoare ordonată de prinți, orașe sau de oricare altă persoană, răzbunările, arestul sau oricare altfel de pierdere, pericol, nenoroc, piedică sau sinistru care s-ar putea ivi, cu excepția greșelilor de depozitare a mărfii și vămii<sup>13</sup>”, până când bunurile asigurate sunt descărcate în siguranță la destinație<sup>13</sup>. Treptat, aceste contracte au ajuns să fie standardizate, standard care a supraviețuit timp de secole după ce a fost încorporat în *lex mercatoria* (legea negoțului). Dar aceia nu erau asiguratorii specializați, ci negustori care erau și ei angajați în comerț pe cont propriu.

De pe la sfârșitul secolului al XVII-lea, un fel de piață consacrată asigurărilor a început să se înfiripe la Londra. Bineînțeles că oamenii se gândeau mai ales la Marele Incendiu din 1666 care a distrus mai bine de 13.000 de locuințe\*. Paisprezece ani mai târziu, Nicholas Barbon a înființat prima companie de asigurări. Cam la aceeași vreme a început să se contureze o piață specializată a asigurărilor maritime în cafeneaua lui Edward Lloyd din Tower Street (mai târziu Lombard Street), din Londra. Între anii 1730 și anii 1760 a devenit ceva obișnuit practica de a face schimb de informații la cafeneaua lui Lloyd, până când, în 1774, la Royal Exchange s-a format Society of Lloyd's, din care la început făceau parte șaptezeci și nouă de membri pe viață, fiecare plătind o subscripție de 15 lire sterline. În comparație cu companiile comerciale înregistrate oficial de mai înainte, Lloyd's era o întreprindere deloc complexă, o asocierie de participanți la comerț neînregistrată oficial. Răspunderea subscriberilor (care își treceau la propriu numele la sfârșitul contractelor de asigurare și au fost cunoscuți mai apoi sub denumirea de Numele de la Lloyd's) era nelimitată. Iar înțelegerile financiare erau de tipul *pay-as-you-go*, cum s-ar spune astăzi, adică esența înțelegerii era de a colecta suficiente prime pentru a acoperi plățile din acel an și a mai rămâne și o marjă de profit. Răspunderea limitată a apărut în sistemul de asigurări odată cu înființarea Biroului de Asigurări al lui Sun (1710), specialist în asigurări împotriva incendiilor, și, zece ani mai târziu (la apogeul Bulei Mării Sudului), prin Royal Exchange Assurance Corporation și London Assurance Corporation, care s-au concentrat

\* Tendința omului de a închide ușa grajdului abia după ce caii au fugit este bine ilustrată de istoria asigurărilor împotriva incendiilor. Abia după incendiul din New York din 1835 statele americane au început să insiste ca și companiile de asigurări să păstreze rezerve adecvate. Abia după incendiul de la Hamburg din 1842 reasigurarea a apărut ca un mijloc pentru companiile de asigurări de a suporta împreună riscul unor dezastre majore.

pe asigurări de viață și maritime. Însă toate cele trei firme operau în sistemul *pay-as-you-go* (plăți din încasări curente). Cifrele de la London Assurance arată că veniturile la prime erau mai mari decât plățile făcute, dar asta nu întotdeauna, în perioada războaielor cu Franța ambii indicatori înregistrând valori cu vârfuri imense. (Și asta nu era doar pentru că înainte de 1793 asiguratorii de la Londra acopereau și riscurile negustorilor francezi<sup>14</sup> În perioadele de pace această practică era reluată, așa încât în ajunul Primului Război Mondial cele mai multe nave comerciale germane erau asigurate la Lloyd's.<sup>15</sup>)

În perioada medievală au existat și asigurări de viață. Registrele neguțătorului florentin Bernardo Cambi conțin referințe privind asigurarea de viață pentru papă (Nicolae al V-lea), pentru dogele Veneției (Francesco Foscari) și regele Aragonului (Alfonso al V-lea). Totuși, se pare că acestea erau doar ceva mai mult decât niște pariuri, comparabile cu pariurile pe care le făcea Cambi la cursele de cai<sup>16</sup>. Și, cu adevărat, toate aceste forme de asigurare – chiar și cele mai sofisticate asigurări maritime – erau în fapt o formă de joc de noroc. Încă nu exista o bază teoretică adecvată pentru evaluarea riscului pe care-l garantau. Apoi, începând de prin 1660 a fost creată și această bază în valul de inovații intelectuale ale epocii. În esență au fost șase descoperiri fundamentale :

1. *Probabilitatea*. Matematicianul francez Blaise Pascal a atribuit revelația acesteia (publicată în lucrarea lui Pascal *Ars cogitandi*) unui călugăr de la Port-Royal : „Teama de o daună ar trebui să fie proporțională nu numai cu gravitatea daunei, ci și cu probabilitatea unui astfel de eveniment”. Pascal și prietenul său Pierre de Fermat se jucau de ani buni cu probleme de probabilitate, dar pentru evoluția sistemului de asigurări acestea erau puncte esențiale.
2. *Speranța de viață*. În același an în care apărea *Ars cogitandi* (1662), John Graunt își publica lucrarea „Natural and Political Observations... Made upon the Bills of Mortality”, unde încerca să estimeze probabilitatea de deces din anumite cauze particulare pe baza unor statistici oficiale londoneze privind mortalitatea. Însă datele lui Graunt nu includeau și vârsta la momentul morții, limitându-se doar la concluziile ce puteau fi reținute din aceste decese. Dar descoperirea crucială a fost făcută de colegul său membru al Societății Regale, Edmund Halley, care s-a folosit de datele furnizate societății de orașul prusac Breslau (astăzi Wrocław din Polonia). Tabelul de supraviețuire al lui Halley, bazat pe 1.238 de nașteri și 1.174 de decese înregistrate, arătau șansele de a nu muri într-un an : „Șansele de a nu muri în decurs de un an ale unui bărbat de 20 de ani sunt de 100 la 1, dar numai de 38 la 1 pentru un bărbat de 50 de ani...”. Acest mod de gândire avea să fie una dintre pietrele fundamentale ale calculului matematic actuarial<sup>17</sup>
3. *Certitudinea*. Jacob Bernoulli a propus în 1705 ideea că, „în condiții similare, incidența (sau nonincidența) unui eveniment în viitor va urma același model care a fost observat în trecut”. Legea Numerelor Mari elaborată de el susținea că interferențele puteau fi configurate cu un oarecare grad de certitudine – de exemplu, conținutul unui borcan umplut cu două feluri de bile pe baza unui eșantion. Această lege furnizează baza pentru conceptul de semnificație statistică și formulări moderne ale probabilităților la anumite niveluri de încredere (de exemplu, afirmația că între 30% și 40% din bilele din borcan sunt albe la un nivel de încredere de 95% înseamnă că, pentru 95% din cazuri, adevărata proporție se situează între cele două valori).
4. *Distribuția normală*. Abraham de Moivre a fost cel care a arătat că rezultatele oricărui proces repetitiv pot fi distribuite de-a lungul unei curbe conform variabilității sale în jurul deviației medii sau standard. Moivre scria în 1733 : „Deși șansa produce

iregularități, sortii sunt indefinit de mari pentru ca, în decursul timpului, acele iregularități să nu aibă o influență asupra recurenței de același ordin care rezultă în mod natural din curba originală” Curba în formă de „clopot” pe care am văzut-o în capitolul 3 reprezintă distribuția normală, în care 68,2% din șanse sunt în limitele deviației standard a mediei (plus sau minus).

5. *Utilitatea*. În 1738, matematicianul elvețian Daniel Bernoulli a propus ca „valoarea unui bun să nu fie bazată pe prețul său, ci mai degrabă pe utilitatea pe care o servește” și că „utilitatea care rezultă din orice creștere cât de mică a averii va fi invers proporțională cu cantitatea bunurilor avute înainte” – cu alte cuvinte, 100 de dolari valorează mai mult pentru cineva cu câștiguri medii decât pentru managerul unui fond speculativ.
6. *Inferența*. În lucrarea sa „Essay Towards Solving a Problem in the Doctrine of Chances” (publicată postum în 1764), Thomas Bayes și-a pus următoarea problemă: „Știindu-se de câte ori s-a întâmplat un eveniment necunoscut care a eșuat, se cere să se afle șansa ca probabilitatea petrecerii lui dintr-o singură încercare să se situeze între două grade de probabilitate care să poată fi numite” Soluția sa pentru această problemă – „Probabilitatea oricărui eveniment este raportul între valoarea la care ar trebui calculată o așteptare în funcție de întâmplarea evenimentului și valoarea lucrului așteptat după ce s-a întâmplat” – anticipează formularea modernă după care utilitatea așteptată este probabilitatea ca un eveniment să determine beneficiul primit în cazul acelui eveniment<sup>18</sup>

Pe scurt, nu neguțătorii, ci matematicienii au fost adevărații părinți ai sistemului asigurărilor moderne. Dar a fost nevoie de niște clerici pentru a transforma teoria în practică.

Cimitirul franciscan Greyfriars Kirkyard, de pe colina aflată în inima orașului Edinburgh, este cunoscut astăzi datorită poveștii lui Greyfriars Bobby, un devotat skye terrier care a refuzat să părăsească mormântul stăpânului său, precum și din pricina jefuitorilor de morminte – așa-numiții „oameni ai reînvierii” –, care, pe la începutul secolului al XIX-lea, se duceau acolo pentru a furniza cadavre în vederea disecției, cadavre cerute de Facultatea de Medicină a Universității din Edinburgh. Dar importanța călugărilor franciscani în istoria finanțelor rezidă și în lucrările matematice timpurii ale slujitorilor bisericii: Robert Wallace și prietenul său Alexander Webster, preot al bisericii la Tolbooth. Împreună cu Colin Maclaurin, profesor de matematică la Edinburgh, au avut meritul de a crea primul fond mutual de asigurări, bazat pe o corectă evaluare a speranței de viață și principii financiare, și nu pe jocuri negustorești de noroc.

Wallace și Webster locuiau în Auld Reekie, numele sub care era cunoscută pe atunci urât mirositoare capitală a Scoției, și și-au dat seama de fragilitatea condiției ființei omeneste. Ei au reușit să trăiască până la o vârstă respectabilă: 74 și, respectiv, 75 de ani. Dar Maclaurin a murit la numai 48 de ani, după ce a căzut de pe cal și a avut de îndurat multe în încercarea de a scăpa de iacobiți în timpul revoltei din 1745. La mijlocul veacului al XVIII-lea, invazia papistașilor highlanderi a fost doar una dintre nenorocirile pe care le-au avut de înfruntat locuitorii orașului Edinburgh. E greu de crezut că speranțele medii de viață la naștere erau mai ridicate decât în Anglia, unde erau de exact 37 de ani înainte de anii 1800. S-ar putea să fi fost la fel de rău ca în Londra, unde era de doar 23 de ani la sfârșitul secolului al XVIII-lea, poate chiar mai rău, ținând cont de notoria lipsă de igienă din capitala scoțiană<sup>19</sup> Lui Wallace și Webster li se părea că un anumit grup

era, în mod deosebit, vulnerabil la consecințele morții premature. Conform Legii Ann (1672), văduva și copiii unui slujitor al Bisericii Scoției nu primeau decât salariul pe jumătate de an în anul morții acestuia. După aceea îi aștepta sărăcia. O soluție de sprijin a fost pusă la cale de episcopul de Edinburgh în 1711, dar în sistemul tradițional de plată : pe măsura posibilităților. Wallace și Webster știau foarte bine că numai atât nu era suficient.



Spiritul asigurării : Alexander Webster predicând la Edinburgh

Suntem tentați să socotim clerul scoțian ca fiind simbolul prudenței și al zgârceniei, cântărite dinainte de o iminentă judecată divină care pedepsește și cel mai mic păcat. În fapt, Robert Wallace era un băutor inveterat, dar și un uluitor matematician, căruia îi plăcea să dea gata o carafă de vin roșu laolaltă cu câțiva prieteni însetați ca o sugativă, la Clubul Rankenian, ai cărui membri se adunau la ceea ce pe vremea aceea era Ranken's Inn\* Porecla lui Alexander Webster era Bonum Magnum și se spunea că „nu stătea în puterea băuturii să-i afecteze doctorului Webster nici judecata, nici mersul” Dar nimeni nu era mai treaz ca el când venea vorba de calcularea speranței de viață. Iar planul pus la cale de Webster și Wallace era ingenios, dovedind că cei doi erau atât produsul Iluminismului scoțian din secolul al XVIII-lea, cât și al Reformei Calviniste de dinaintea sa. În loc ca preoții să plătească o cotizație anuală pentru ajutorarea văduvelor și orfanilor la moartea preoților, ei au susținut ideea ca acea cotizație să fie folosită pentru crearea unui fond care să fie investit în mod profitabil. Văduvele și orfanii ar fi primit în felul

\* Și Wallace era membru al Societății Filosofice din Edinburgh, căreia i-a prezentat lucrarea sa „Dissertation on the Numbers of Mankind in Ancient and Modern Times”, lucrare care în anumite privințe o anticipează pe cea a lui Malthus *Eseu asupra principiului populației*.

acesta dobânda la acea investiție, nu numai suma cotizată. Iar pentru ca planul acesta să funcționeze, era nevoie să se calculeze cât mai exact câți beneficiari ai acestui proiect vor fi în viitor și câți bani vor fi realizați pentru sprijinirea lor. Încă și acum specialiștii moderni în evaluarea speranței de viață se minunează de precizia calculelor lui Webster și Wallace<sup>20</sup>. Pe o ciornă de la început, Wallace scria: „Doar experiența singură și un calcul bine gândit pot determina suma proporțională pe care urmează s-o primească văduva după moartea soțului ei, dar un început ar putea fi socotind o triplare a sumei pe care o plătește soțul [anual] pe timpul vieții sale...”. Apoi Wallace s-a aplecat asupra datelor pe care el și Webster au reușit să le adune de la casele parohiale din toată Scoția. Se pare că ar fi putut fi cam „930 de preoți în viață în permanență” :

și făcând noi o medie în ultimii douăzeci de ani, am găsit că 27 [din 930] de preoți mor în fiecare an, 18 dintre ei lasă în urmă văduve, 5 dintre ei copii fără văduve, 2 numai văduve, dar și copii dintr-o căsătorie de dinainte, sub vârsta de 16 ani ; și când se adună numărul tuturor văduvelor, 3 dintre supraviețuitoare vor muri sau se vor căsători, lăsând copii sub 16 ani.

La început Wallace estimase că numărul maxim de văduve existente în permanență ar fi de 279, dar Maclaurin a reușit să corecteze numărul acestora, susținând că era greșit să se presupună un număr constant al ratei mortalității văduvelor, pentru că nu toate vor fi de aceeași vârstă. Pentru a ajunge la cifra corectă, superioară, el s-a aplecat asupra tabelelor lui Halley<sup>21</sup>.

Iar timpul avea să fie testul corectitudinii calculelor lor. Conform versiunii finale a planului lor, fiecare preot urma să plătească o cotizație anuală între 2 lire, 12 șilingi și 6 penny și 6 lire, 11 șilingi și 3 penny (se putea alege între patru niveluri de cotizație). Veniturile urmau apoi să fie folosite pentru formarea unui fond care să fie investit cu folos (inițial sub formă de împrumuturi tinerilor preoți), pentru a obține suficient profit pentru a plăti asigurări de viață noilor văduve între 10 și 25 de lire sterline, în funcție de cotizația plătită, și care să acopere și costurile administrării fondului. Cu alte cuvinte, „Fondul pentru o Asigurare a Văduvelor și Copiilor Preoților Bisericii Scoției” a fost primul fond de asigurări care opera conform principiului maximului, adunând capital până când contribuțiile și dobânzile aveau să fie suficiente pentru a plăti maximum de asigurări de viață și cheltuieli posibile. Dacă calculele erau greșite, atunci fondul avea fie să producă mai mult decât fusese gândit, fie, mai problematic, mai puțin decât suma necesară. După cel puțin cinci încercări de a evalua rata creșterii fondului, Wallace și Webster au fost de acord cu cifrele care estimau o creștere de la 18.620 de lire sterline la demararea sa în 1748 la 58.348 de lire sterline în 1765. Și în estimarea lor au greșit cu doar o liră sterlină. În 1765, capitalul liber al fondului era de 58.347 de lire sterline. Și atât Wallace, cât și Webster au avut șansa să trăiască să-și vadă calculele validate.

În 1906, Alfred Manes, expert german în asigurări, definea în mod concis asigurările drept :

O instituție economică bazată pe principiul mutualității, constituită cu scopul de a realiza un fond a cărui necesitate reiese din evenimentele a căror probabilitate poate fi estimată<sup>22</sup>.

Fondul Scottish Ministers' Widows a fost primul fond de acest fel, iar înființarea sa a fost o piatră fundamentală în istoria finanțelor. A stabilit un model nu doar pentru clerul scoțian, ci pentru toți cei care voiau să se asigure în eventualitatea unei morți premature.



This is a large, dense, handwritten ledger table. It is organized into several sections, with the top section having 26 columns and the bottom section having 26 columns. The data is written in a cursive script. The table appears to be a calculation sheet for the Scottish Ministers' Widows fund, showing various numerical values across multiple rows and columns.

Foaie de calcul a fondului inițial Scottish Ministers' Widows (1)

This is a smaller, handwritten ledger table. It is organized into several sections, with the top section having 26 columns and the bottom section having 26 columns. The data is written in a cursive script. The table appears to be a calculation sheet for the Scottish Ministers' Widows fund, showing various numerical values across multiple rows and columns.

Foaie de calcul a fondului inițial Scottish Ministers' Widows (2)

Chiar înainte ca acest fond să funcționeze pe deplin, universitățile din Edinburgh, Glasgow și St Andrews au făcut cereri pentru a se asocia la fond. În următorii douăzeci de ani au răsărit fonduri după același model în toată lumea anglofonă, printre care și Fondul Preoților Prezbiterieni din Philadelphia (1761), English Equitable Company (1762) sau United Incorporations of St Mary's Chapel (1768), care făcea asigurări pentru văduvele meșterilor scoțieni. La 1815, principiul asigurării de viață ajunsese atât de răspândit, încât a fost adoptat chiar și pentru bărbații care și-au pierdut viața în războiul împotriva lui Napoleon. Șansa unui soldat de a fi ucis la Waterloo era în mare de 1 la 4. Dar dacă era asigurat, avea consolarea să știe că și în cazul în care își va da suflul pe câmpul de bătălie, soția și copiii lui nu vor fi aruncați în stradă (dând astfel un nou sens expresiei „a te asigura”). Pe la mijlocul secolului al XIX-lea, a fi asigurat era un semn de respectabilitate, ca și acela de a merge la biserică duminică. Chiar și scriitorii, care în general nu sunt cunoscuți pentru prudența lor financiară, puteau să adere la un astfel de fond. Sir Walter Scott<sup>23</sup> și-a luat și el o poliță, în 1826, pentru a-și asigura creditorii că își vor căpăta banii în eventualitatea că ar fi murit\*. Un fond care la început a fost creat pentru a veni în sprijinul văduvelor câtorva sute de slujitori ai Bisericii s-a dezvoltat treptat în așa măsură încât a devenit fondul de asigurări și pensii Scottish Widows, așa cum îl cunoaștem astăzi. Deși acum e o altă instituție de servicii financiare, după ce a fost preluat de Lloyd's Bank în 1999, Scottish Widows a devenit un exemplu clasic al beneficiilor datorate cumpărării calvinistilor și mulțumită, nu în mică măsură, uneia dintre cele mai de succes campanii de promovare din istoria finanțelor\*\*

Nimeni nu anticipa în anii 1740 că, prin creșterea constantă a numărului de oameni care cotizau, companiile de asigurări și rudele lor apropiate – fondurile de pensii – vor evolua atât de mult încât să ajungă printre cei mai importanți investitori din lume – așa-numiții investitori instituționali care domină astăzi piața financiară mondială. După al Doilea Război Mondial, când companiilor de asigurări li s-a permis să înceapă să investească în piața bursieră, acestea au smuls rapid o bucată consistentă din economia britanică, ajungând la mijlocul anilor 1950 să dețină o treime din companiile importante din Regatul Unit<sup>24</sup>. În momentul de față, numai Scottish Widows gestionează mai bine de 100 de miliarde de lire sterline. Primele de asigurare au crescut și ele continuu ca procent din produsul intern brut în țările dezvoltate, ajungând de la 2% în ajunul Primului Război Mondial la doar ceva mai puțin de 10% astăzi.

\* Scott a fost victima crizei financiare declanșate de prima criză latino-americană a datoriilor (vezi capitolul 2). Probabil a fost și victima propriului apetit pentru imobiliare. Pentru a-și finanța cheltuielile pentru iubitul său domeniu de la Abbotsford, autorul a devenit comanditar la tipografiile care-i publicau cărțile, la James Ballantyne and Co. și la editura asociată John Ballantyne & Co. El investise și la propriul editor, Archibald Constable, socotind că profitul din această investiție de capital va fi depăși drepturile de autor obișnuite. A păstrat secretul acestor afaceri, socotind că profiturile acestora ar fi incompatibile cu calitatea sa de funcționar la Înalta Curte a Scoției și de șerif. Falimentul din 1825 al firmelor Ballantyne și Constable l-a lăsat pe Scott cu o datorie între 117.000 și 130.000 de lire sterline. Decât să-și vândă domeniul de la Abbotsford, Scott a jurat să reușească prin scris să iasă la lumină. A reușit, dar cu costuri considerabile pentru propria sănătate, el murind în 1832. Dacă ar fi murit mai înainte, creditorii ar fi fost beneficiarii poliței sale de la Scottish Widows.

\*\* Originalul reclamei din 1986 a fost fotografiat de David Bailey, prezentând-o pe fata actorului Roger Moore, Deborah, ca făcând neverosimil aluzie la Scottish Widows.



primele de asigurare pe care le plătesc deținătorii de polițe? Obligațiuni de stat în general destul de sigure, după cum recomandau autoritățile din epoca victoriană, cum ar fi A.H. Bailey, șeful statisticienilor de asigurări de la London Assurance Corporation? Sau acțiuni la bursă, mai riscante, dar mai profitabile? Cu alte cuvinte, asigurările există exact acolo unde riscurile și nesiguranța vieții de fiecare zi se întâlnesc cu riscurile și nesiguranța lumii financiare. Cu siguranță, știința statisticii speranței de viață le oferă companiilor de asigurări un avantaj intrinsec față de deținătorii de polițe. Dacă înainte de zorii teoriei moderne a probabilităților asiguratorii erau jucătorii, acum ei sunt cazinoul. Se poate demonstra, așa cum a făcut-o Dickie Scruggs înainte de a cădea în dizgrație, că șansele sunt acum, pe nedrept, împotriva clienților-deținători ai polițelor de asigurare. Dar, după cum sublinia cu multă vreme în urmă Kenneth Arrow, cei mai mulți dintre noi preferă să participe la un joc în care au 100% șansa unei pierderi mărunte (primele noastre anuale) și o șansă mică a unui câștig consistent (despăgubiri ale poliței de asigurare după un dezastru), decât un joc în care au 100% șansa unui câștig mărunț (deci fără să plătească prime), dar și șansa nesigură a unei pierderi uriașe (nici un fel de despăgubiri după un dezastru). De aceea chitaristul Keith Richards și-a asigurat degetele și Tina Turner picioarele. Numai în cazul în care companiile de asigurări vor evita sistematic să plătească celor care au pariat pe ele, doar atunci reputația de cumpătare scoțiană se va transforma într-o reputație de avariție și lipsă de scrupule.

Totuși există o nedumerire. Ca inventatori ai sistemului modern de asigurări, este normal ca britanicii să fie cei mai asigurați oameni din lume, plătind mai bine de 12 % din produsul intern brut sub formă de prime de asigurare, cam cu o treime mai mult decât cheltuielile americanii pe asigurări și de aproape două ori mai mult decât cheltuielile germanii<sup>25</sup>. Dar dacă ne gândim puțin, apare întrebarea: de ce întâmplă așa? Spre deosebire de Statele Unite, în Marea Britanie rar se pomenesc cazuri de vreme extremă; în toată viața mea am fost martorul unei singure furtuni, în octombrie 1987, care să se apropie de violența unui uragan. Nici un oraș britanic nu se află pe vreo falie tectonică, așa cum se întâmplă cu orașul San Francisco. Iar în comparație cu Germania, istoria Marii Britanii, de la înființarea fondului Scottish Widows, a cunoscut o miraculoasă stabilitate politică. Atunci de ce atât de mulți britanici apelează la asigurări?

Răspunsul rezidă în creșterea și căderea unei forme alternative de protecție împotriva riscului: statul asistențial.

## De la stat războinic la stat asistențial

Indiferent câte fonduri private de felul Scottish Widows s-ar fi înființat, întotdeauna aveau să fie oameni care să nu aibă acces la asigurări, care erau fie prea săraci, fie prea nevolnici ca să economisească pentru ziua de mâine. Iar grupul acesta de oameni era unul foarte problematic: depindeau de mila publică sau de azilul de săraci. La azilul de săraci Marylebone de pe Nurthumberland Street din Londra, „sărmanii loviți de neputințele bătrâneții și orbi” ajungeau și la 1.900 în vremuri de restriște. Când vremea devenea mai crâncenă și se găsea mai puțin de lucru, iar mâncarea era mai greu de găsit, tot felul de „ocazionali” se supuneau unui regim ca de pușcărie. *Illustrated London News* zugrăvea următorul tablou în 1867:

Sunt puși să se spele cu apă fierbinte și rece și săpun din belșug, primesc un sfert de kilogram de pâine și jumătate de litru de fiertură drept cină; după care li se iau veșmintele la spălat și la dezinfectat cu fum, li se dau cămăși de noapte călduroase și sunt trimiși la culcare. Li se citesc rugăciuni din Biblie; se menține o strictă liniște pe tot parcursul nopții în dormitoare... Paturile sunt niște saltele umplute cu fibre de la prelucrarea nucilor-de-cocos, perne umplute

cu fulgi și câteva pături. Vara la ora șase dimineața și iarna la șapte sunt treziți și li se poruncește să treacă la muncă. Femeile sunt puse să curețe încăperile sau să aleagă călți ; bărbații să spargă piatră, dar nimeni nu mai rămâne aici după patru ceasuri de la micul dejun, care e la fel ca și cina. Dimineața li se înmânează veșmintele dezinfectate și despăducheate, iar celor care doresc să și le cârpească li se dau ace, ață și petice în acest scop. Dacă sunt bolnavi, sunt consultați de agentul medical al azilului ; dacă sunt prea bolnavi ca să muncească sunt admiși la infirmerie.



Două scene dintr-un azil de săraci din Londra, 1902 : pentru obținerea călților trebuiau dărăcite fibre din sfori vechi de cânepă pentru a fi refolosite în construcția navală

Autorul acestor informații conchide : „«Ocazionalul» nu va avea nimic a se plânga... Nici măcar un sobor de buni samariteni nu ar putea face mai mult pentru el”<sup>26</sup>. Totuși, pe la sfârșitul secolului al XIX-lea a început să-și facă loc sentimentul că acești defavorizați ai soartei merită ceva mai mult. Și astfel au început să încolțească mlădițele unei noi abordări a problematicei riscului, mlădițe care aveau să crească apoi în conceptul de stat asistențial. Aceste sisteme guvernamentale de asigurări erau menite să valorifice eficiența economică de vârf pentru asigurarea efectivă a fiecărui cetățean de la naștere până la moarte.

Suntem tentați să credem că statul asistențial a fost o invenție britanică. De asemenea, suntem înclinați să credem că a fost o invenție socialistă sau cel puțin liberală. În fapt, primul sistem obligatoriu de asigurări garantate de stat pentru sănătate și bătrânețe a fost introdus nu în Marea Britanie, ci în Germania, exemplu urmat și de britanici, dar cu douăzeci de ani mai târziu. Scopul legislației de asigurări sociale promovate de Otto von Bismarck în 1880, după cum singur subliniază, era „de a pune în mintea masei mari de oameni sărmani fără o proprietate ideea de protecție care se naște din conștiința dreptului la pensie” În concepția lui Bismarck „e mult mai ușor să conduci un om care știe că are o pensie pentru anii de bătrânețe decât unul care e lipsit de această perspectivă” Spre surprinderea adversarilor săi liberali, Bismarck a recunoscut deschis că aceasta era „ideea unui stat socialist! Majoritatea trebuie să se străduiască să-i asiste pe sărmani” Dar motivele lui erau departe de a se fi născut din sentimente altruiste. El declara : „Cine îmbrățișează aceste idei va ajunge la putere”<sup>27</sup> Marea Britanie a urmat exemplul lui Bismarck abia în 1908, când ministrul liberal de Finanțe, David Lloyd George, a introdus o pensie de stat modestă pentru cei cu vârste mai mari de 70 de ani. A urmat promulgarea în 1911 a Legii Asigurărilor Naționale de Sănătate. Deși era om de stânga, Lloyd George împărtășea vederile lui Bismarck, conform cărora cei care aveau să adopte astfel de măsuri vor câștiga voturi într-un sistem în care masa alegătorilor devenea rapid tot mai largă. Cei bogați erau depășiți ca număr de cei săraci. Când Lloyd George a mărit taxele pentru a plăti pensiile de stat, și-a numit bugetul din 1909 „Bugetul Poporului”

Dacă ideea statului asistențial a fost concepută în luptele politice, ea a ajuns la maturitate în timpul războiului. Primul Război Mondial a extins implicarea statului în aproape toate domeniile. După ce submarinele germane au trimis la fundul oceanului nu mai puțin de 7.759.000 de tone-registru de nave comerciale, s-a văzut limpede că nici o companie privată de asigurări maritime nu mai era în stare să acopere riscurile de război. De fapt, standardele politicii Lloyd's fuseseră deja modificate (în 1898) în așa fel încât să elimine asigurările în cazul „consecințelor ostilităților sau operațiunilor de război” (așa-numita clauză „în afara cazului de capturare sau confiscare”). Dar chiar și acele prevederi care fuseseră modificate pentru a exclude excepția au fost anulate în momentul în care a izbucnit războiul<sup>28</sup>. În acest moment a intervenit statul, în fapt naționalizând navele comerciale, cum a fost cazul în Statele Unite<sup>29</sup>, ceea ce (după cum se poate bănui) le-a permis companiilor de asigurări să pretindă că orice daune aduse navelor între 1914 și 1918 erau o consecință a războiului<sup>30</sup>. După reinstaurarea păcii, în Marea Britanie politicienii s-au grăbit să atenueze efectele demobilizării asupra pieței muncii prin introducerea în 1920 a Planului de Asigurări în Caz de Șomaj<sup>31</sup>. Acest proces s-a repetat și în timpul, și după al Doilea Război Mondial. Varianta britanică a asigurărilor sociale s-a extins sub egida Raportului Comitetului Interdepartamental asupra Asigurărilor Sociale și Serviciilor Aliate din 1942, comitet al cărui președinte era economistul William Beveridge, care recomanda un asalt susținut asupra „nevoinelor, bolii, ignoranței, sărăciei și lenei” prin intermediul unor planuri elaborate de stat. Într-un discurs radiodifuzat din martie 1943, Churchill sintetiza aceste măsuri astfel : „asigurări obligatorii naționale pentru toate clasele sociale, pentru toate cazurile, de la leagăn până la mormânt” ; abolirea șomajului prin politici guvernamentale care aveau să „exercite asupra dezvoltării

o influență de echilibrare care poate fi stimulată sau redusă, după cum o cer împrejurările” „un mai larg câmp de extindere a implicării statului în domeniul proprietății și întreprinderilor” furnizarea în mai mare măsură de locuințe de către stat ; reforme în instituțiile de stat din domeniul educației și extinderea în mai mare măsură a serviciilor de sănătate și asistență socială<sup>32</sup>



Bărbați luând masa la azilul de săraci St Marylebone. E posibil ca, pentru pensionarii azilului, dreptatea și bunătatea lui Dumnezeu să nu fi fost evidente

Argumentele pentru asigurările de stat s-au extins dincolo de echitatea socială. În primul rând, asigurările de stat pot interveni acolo unde asiguratorii privați nu îndrăznesc să pășească. În al doilea rând, asigurările universale și adesea obligatorii eliminau necesitatea unor campanii costisitoare de publicitate și vânzări. Iar apoi, după cum observa o autoritate importantă din domeniu în anii 1930, „un număr cât mai mare ar trebui să formeze niște indicatori medii mai stabili pentru experiența statistică”<sup>33</sup>. Cu alte cuvinte, asigurările de stat valorificau creșterea eficienței economice; și atunci de ce să n-o faci cât mai cuprinzătoare? Entuziasmul cu care a fost întâmpinat Raportul Beveridge nu numai în Marea Britanie, ci și pe plan mondial ne ajută să explicăm de ce ideea statului asistențial poartă în continuare marca „Made in Britain”. Totuși, prima superputere care a adoptat ideea asistenței sociale și a dus mai departe, cu cel mai mare succes, principiile acestei idei nu a fost Marea Britanie, ci Japonia. Și nimic nu ilustrează mai bine legăturile intime dintre statul asistențial și statul războinic decât experiența japoneză.

În prima jumătate a secolului XX, dezastrele s-au ținut lanț în Japonia. Pe 1 septembrie 1923, un extraordinar cutremur (7,9 grade pe scara Richter) a lovit regiunea Kanto, devastând orașele Yokohama și Tokyo. Mai bine de 128.000 de locuințe s-au prăbușit cu totul, cam tot atâtea au fost dărâmate pe jumătate, 900 au fost măturate de valuri și aproape 450.000 au ars complet în incendiile care au izbucnit aproape imediat după cutremur<sup>34</sup>. Japonezii erau asigurați: între 1879 și 1914, pornind de la zero, industria lor de asigurări devenise un sector foarte energic al economiei, oferind asigurări în cazul accidentelor pe mare, decesului, incendiilor, recrutării, accidentelor de circulație și jafului, ca să amintim doar câteva din cele treisprezece forme distincte de asigurare pe care le vindeau mai bine de treizeci de companii. De exemplu, în anul în care a avut loc cutremurul, cetățenii Japoniei cumpăraseră noi asigurări de 699.634.000 de yeni (328 de milioane de dolari) valabile pentru anul 1923, cu o valoare medie de 1.280 de yeni (600 de dolari) pe poliță<sup>35</sup>. Însă pierderile totale provocate de cutremur erau în jur de 4,6 miliarde de dolari. Șase ani mai târziu, Japonia a fost lovită de Marea Depresiune, care a împins unele regiuni rurale la marginea foametei (la acea vreme, 70% din populație era angrenată în agricultură, din care 70% dețineau doar un acru și jumătate de teren pe care-l cultivau)<sup>36</sup>. În 1937, Japonia a pornit un foarte costisitor și inutil război de cucerire în China. Apoi, în decembrie 1941, a început un război împotriva colosului economic al lumii, Statele Unite, plătind cel mai scump preț la Hiroshima și Nagasaki. În afară de faptul că a pierdut trei milioane de oameni în încercarea de a crea un imperiu, la sfârșitul anului 1945, valoarea întregului stoc de acțiuni guvernamentale ale Japoniei fusese redusă la zero de bombardierile americane. În total, conform US Strategic Bombing Survey, cel puțin 40% din zonele construite a mai bine de șazeeci de orașe au fost distruse; au fost distruse 2,5 milioane de locuințe, 8,3 milioane de locuitori rămânând fără adăpost<sup>37</sup>. Practic, singurul oraș care a supraviețuit intact, deși nu fără unele pagube, a fost Kyoto, fosta capitală imperială – oraș care și acum întruchipează etosul Japoniei premoderne, unul dintre puținele locuri unde se mai pot vedea casele tradiționale de lemn cunoscute sub numele de *machiya*. O singură privire la aceste structuri fragile, cu uși glisante, paravane de hârtie, grinzi lăcuite și saltele de pai ne lămurește de ce orașele japoneze erau atât de vulnerabile la incendii.

Și în Japonia, ca în mai toate țările combatante, lecția era limpede: lumea e un loc prea plin de primejdii pentru ca asigurările private să le poată face față. (Chiar și în Statele Unite, guvernul federal a preluat 90% din riscurile daunelor de război prin Corporația Daunelor de Război, una dintre cele mai profitabile instituții de stat din istorie pentru motivul evident că în partea continentală a Statelor Unite nu s-au înregistrat nici un fel de daune de război.)<sup>38</sup> Chiar și în cazul celor mai bune intenții din lume, nu e de



conceput ca persoane private să se asigure împotriva aviației militare a Statelor Unite. Aproape pretutindeni răspunsul a fost ca guvernul să preia această sarcină, de fapt să naționalizeze riscul. Când Japonia a început să-și creeze un sistem de asistență socială universală, Consiliul de Consultanță pentru Asigurări Sociale a recunoscut că, în această privință, s-a inspirat din exemplul britanic. În concepția lui Bunji Kondo, un apărător convins al implementării asigurărilor sociale pentru întreaga populație, venise timpul pentru a avea *bebariji no nihonhan*: un plan Beveridge pentru Japonia<sup>39</sup>. Dar japonezii au dus ideea mai departe decât intenționase Beveridge. După cum susținea Consiliul de Consultanță,

scopul era crearea unui sistem prin care se luau măsuri pentru securitatea financiară în caz de boală, vătămare, naștere, handicap, bătrânețe, deces, șomaj, familie numeroasă și alte cauze de sărăcire prin... bani veniți de la guverne... [și] prin care celor în nevoie li se garantează nivelul minim de trai prin asistență națională<sup>40</sup>

De acum încolo, programul de asistență socială al statului putea asigura populația împotriva vicisitudinilor vieții moderne. Dacă oamenii nu-și permiteau să-și dea copiii la școală, statul avea să plătească pentru asta. Dacă nu-și găseau de lucru sau erau prea bolnavi ca să poată munci, tot statul avea să plătească. Când ieșeau la pensie, statul plătea. Când, în cele din urmă, omul murea, statul le plătea urmașilor. Aceste măsuri erau în consonanță cu unul dintre obiectivele politicii de ocupație americane de după război: „Înlocuirea economiei feudale cu o economie asistențială”<sup>41</sup>. Dar ar fi greșit să credem (așa cum au făcut o serie de comentatori postbelici) că statul asistențial din Japonia „a fost impus în întregime de către o putere străină”<sup>42</sup>. În fapt, japonezii și-au conturat ei înșiși propriul stat asistențial – și au început acest proces cu mult înainte de sfârșitul celui de-al Doilea Război Mondial. Motorul principal n-a fost altruismul social, ci nevoia insașiabilă de la mijlocul secolului XX de tineri în putere pentru a deveni soldați și muncitori. După cum explica Harold D. Lasswell, specialist în științe politice, Japonia anilor 1930 devenise un stat-cazarmă<sup>43</sup>. Dar era un stat care, implicit, conținea promisiunea „unui stat războinic și asistențial”, care oferea asistență socială în schimbul sacrificiilor militare.

Existase un sistem de asigurări sociale de bază în Japonia și înainte de 1930: asigurări de accidente de muncă și asigurări de sănătate (introduse pentru muncitorii din fabrici în 1927). Dar aceste măsuri priveau doar mai puțin de două cincimi din forța de muncă din industrie<sup>44</sup>. În mod semnificativ, planul pentru un Minister al Asigurărilor Sociale (*Koseisho*) a fost aprobat de guvernul imperial japonez pe 9 iulie 1937, la două luni de la izbucnirea războiului cu China<sup>45</sup>. Primul pas pe care l-a făcut noul minister a fost introducerea sistemului universal de asigurări de sănătate care completa programul deja existent pentru muncitorii din industrie. Între sfârșitul anului 1938 și sfârșitul anului 1944, numărul persoanelor care beneficiau de acest plan a crescut de aproape o sută de ori, de la ceva mai mult de 500.000 la peste 40 de milioane. Scopul era explicit: o populație mai sănătoasă avea să furnizeze recruți mai sănătoși pentru forțele armate ale împăratului. Sloganul de război – „Toți oamenii sunt soldați” (*Kokumin kai hei*) – a fost adaptat pentru acest caz: „Toți oamenii trebuie să aibă asigurare” (*Kokumin kai hoken*). Iar pentru ca asigurările să fie universale, industria farmaceutică și profesiunea medicală au fost subordonate statului<sup>46</sup>. În anii războiului a fost introdus și planul obligatoriu de pensionare a marinarilor și muncitorilor, statul acoperind 10% din costuri, în vreme ce angajatorii și angajații contribuiau și ei cu 5,5% din salariul celor din urmă. De asemenea, s-au făcut

și primii pași pentru realizarea pe scară largă de locuințe pentru populație. Așa încât ceea ce s-a întâmplat după război în Japonia a fost în mare parte extinderea măsurilor statului războinic-asistențial. Acum sloganul era : „Toți oamenii trebuie să aibă pensii” (*Kokumin kai nenkin*). De acum trebuiau să existe asigurări pentru șomaj, în locul măsurilor paternaliste de mai înainte prin care muncitorilor li se asigurau salarii chiar și în perioadele neproductive. Raportul din 1950, cu recomandările sale inspirate din legislația britanică, a fost de fapt respins de guvern. Abia în 1961, la mulți ani după încetarea controlului american, au fost adoptate cele mai multe dintre recomandări. Pe la sfârșitul anilor 1970, politicianul japonez Nakagawa Yatsuhiro se putea lăuda că Japonia a devenit „o superputere a asistenței sociale” (*fukushi chodaikoku*), și anume pentru că sistemul său era diferit (și superior) de modelele occidentale<sup>47</sup>

Bineînțeles că în privința sistemului japonez nu a existat de fapt ceva unic din punct de vedere instituțional. Majoritatea statelor asistențiale au intenționat să ofere beneficiul universal al asistenței sociale de la leagăn la mormânt. Numai că statul asistențial japonez pare să fie un miracol de eficiență. În privința speranței de viață, această țară e în fruntea tuturor. Și în domeniul educației e cu mult înainte. În jur de 90% din populație absolvă liceul la mijlocul anilor 1970, în comparație cu 32% în Anglia<sup>48</sup>. În același timp, societatea japoneză e mult mai egalitară decât oricare societate occidentală, cu excepția Suediei. Iar Japonia are cel mai mare fond de pensii de stat din lume, în așa fel încât orice japonez care iese la pensie poate miza pe un bonus generos și pe un venit regulat de-a lungul anilor (de obicei destul de numeroși) de odihnă binemeritată. Această superputere a asistenței sociale a fost și un miracol de chibzuință. În 1975 doar 9% din venitul național a fost îndreptat spre asistența socială, în comparație cu 31% în Suedia<sup>49</sup>. Povara taxelor și contribuțiilor la asistența socială era în mare cam jumătate față de Anglia. Japonia reușise să garanteze securitatea socială pentru toți – eliminarea oricărui risc – și în același timp economia sa evolua atât de repede, încât prin 1968 ajunsese a doua cea mai mare economie mondială. Cu un an înainte, Herman Kahn prezicea că Japonia va depăși venitul pe cap de locuitor al Statelor Unite în anul 2000. Și, într-adevăr, Nakagawa Yatsuhiro susținea că, dacă se iau în considerare și câștigurile suplimentare, „venitul real actual al muncitorului japonez [era deja] de cel puțin trei ori mai mare decât cel al unui muncitor american”<sup>50</sup>. Războiul nu a reușit să facă din Japonia națiunea de vârf, dar asistența socială a reușit. Cheia s-a dovedit a fi nu un imperiu internațional, ci un sistem național care garanta securitatea<sup>51</sup>

Și totuși, exista o surpriză, o fisură fatală în conturarea postbelică a statului asistențial. Statul asistențial a putut funcționa ca uns în Japonia anilor 1970, dar nu același lucru se poate spune despre echivalentul său din lumea occidentală. În ciuda unor asemănări superficiale topografice și istorice – un arhipelag în largul apelor asiatice, trecutul imperial, ținuta sobră atunci când omul e treaz –, britanicii și japonezii sunt două culturi total diferite. Privite din afară, sistemele lor de asistență socială par asemănătoare : pensii de stat finanțate din taxele colectate prin vechiul sistem *pay-as-you-go* ; standardizarea vârstei de pensionare ; asigurări universale de sănătate ; ajutoare de șomaj ; subvenții pentru agricultori ; o piață a muncii sever controlată. Dar, în cele două țări, aceste instituții funcționează foarte diferit. În Japonia, ținta principală o constituiau politicile egalitariste, în vreme ce o cultură a conformismului social a încurajat aceste politici. În totală opoziție, individualismul englez a făcut ca oamenii să profite cu cinism de sistem. În Japonia, rolul principal în sistemul de asistență socială a continuat să fie jucat de firme și de familie. Angajatorii au oferit modalități de sprijin suplimentare și s-au opus concedierii angajaților.

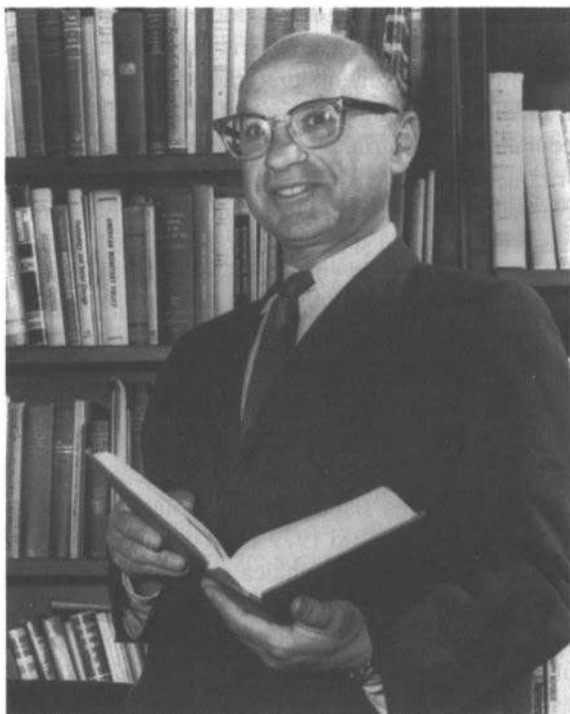
Nu mai departe de anii 1990, două treimi din japonezii în vârstă de peste 64 de ani locuiau împreună cu copiii lor<sup>52</sup>. În schimb, în Marea Britanie, angajatorii nu au ezitat să reducă salariile în perioade dificile, iar oamenii preferau să-și lase părinții în vârstă la mila Serviciului Național Medical. Sistemul de asistență socială din Japonia a făcut din această țară o superputere economică, dar prin anii 1970 același sistem se pare că a avut un efect contrar în Marea Britanie.

Conform conservatorilor britanici, ceea ce a început ca un sistem național de asigurări a degenerat într-un sistem de pomeni și taxe exagerate care au denaturat în mod dezastruos stimulentele economice. Între 1930 și 1980, transferurile sociale în Marea Britanie au crescut de la doar 2,2% din produsul intern brut la 10% în 1960, la 13% în 1970 și la aproape 17% în 1980, cu mai bine de 6% mai mare decât în Japonia<sup>53</sup>. Asigurările de sănătate, serviciile sociale și asigurările sociale au însemnat de trei ori bugetul apărării ca parte din cheltuielile totale guvernamentale. Și totuși, rezultatul a fost jalnic. Cheltuielile tot mai mari pentru asigurările sociale din Regatul Unit au fost însoțite de o creștere economică scăzută și o inflație semnificativ mai mare decât media din țările dezvoltate. O problemă deosebită era creșterea slabă a productivității (creșterea reală a produsului intern brut pe cap de angajat între 1960 și 1979 a fost de 2,8%, față de 8,1% în Japonia)<sup>54</sup>, care, la rândul ei, părea strâns legată de tehnica sindicatelor britanice de a se opune cu îndărătnicie la orice („s-o luăm încet” fiind alternativa favorită în loc de categoricul „înterupem lucrul”). În același timp, ratele impozitului marginal de peste 100% la veniturile și capitalurile mari au descurajat formele tradiționale de economisire și investiții. Se pare că statul asistențial britanic a eliminat stimulentele fără de care o economie capitalistă pur și simplu nu poate funcționa: răsplata unor bani frumoși pentru cei care se străduiesc, biciul pentru cei care lenevesc. Rezultatul a fost „stagflația” stagnarea creșterii economice plus inflația ridicată. Probleme similare afectau și economia Statelor Unite, unde cheltuielile pentru sănătate, Medicare, asigurarea socială și asigurarea veniturilor au crescut de la 4% din produsul intern brut în 1959 la 9% în 1975, depășind pentru prima oară cheltuielile pentru apărare. De asemenea, în America creșterea economică era modestă, iar stagflația agresivă. Și atunci ce era de făcut?

Un om și învățăceii săi au crezut că au găsit răspunsul. În mare măsură datorită influenței lor, una dintre cele mai importante tendințe economice din ultimii douăzeci și cinci de ani ai sistemului statului asistențial occidental a trebuit desființată, expunându-i din nou pe oameni monstrului imprevizibil de care crezuseră că au scăpat: riscul.

## Marele îngheț

În 1976, un profesor mărunțel de la Universitatea din Chicago a câștigat Premiul Nobel pentru economie. Reputația de economist a lui Milton Friedman se baza, în mare măsură, pe revigorarea ideii că inflația era determinată de creșterea excesivă a masei monetare. După cum am văzut, a fost coautor la probabil singura carte importantă despre politica economică a Statelor Unite din toate timpurile, în care Rezervele Federale sunt sever învinovățite pentru Marea Depresiune<sup>55</sup>. Însă problema care îl preocupa la mijlocul anilor 1970 era: ce a determinat eșecul statului asistențial? În martie 1975, pentru a găsi răspuns la această întrebare, Friedman a luat avionul și s-a dus de la Chicago în Chile.



Milton Friedman

Cu doar optsprezece luni înainte, în septembrie 1973, tancurile huruiau prin capitala Santiago pentru a înlătura guvernul președintelui marxist Salvador Allende, a cărui încercare de a transforma Chile într-un stat comunist a dus la un total haos economic și a fost nevoie ca parlamentul să ceară armatei să intervină și să preia puterea. Avioane cu reacție au bombardat Palatul Prezidențial Moneda, atac urmărit de la balconul clădirii Hotelului Carera din apropiere de către adversarii lui Allende, care sărbătoreau evenimentul cu șampanie. În interiorul palatului, președintele în persoană se lupta fără nici o umbră de speranță cu un AK-47, cadou de la Fidel Castro, omul pe care căuta să-l imite. Când tancurile s-au îndreptat spre el, Allende a înțeles că totul se terminase și, încolțit în încăperea care-i mai rămăsese din refugiul său, s-a împușcat.

Lovitura militară a sintetizat criza postbelică a statului asistențial din întreaga lume și a marcat o alternativă ireconciliabilă între sisteme economice rivale. În situația în care capacitatea de producție se prăbușise și inflația făcea ravagii, cu un sistem universal de beneficii și pensii de stat, Chile a intrat în faliment. Pentru Allende, răspunsul la problemele economice a fost un marxism desăvârșit, o naționalizare de tip sovietic a întregii vieți economice. Generalii și susținătorii lor știau doar că erau cu totul împotriva acestuia. Și atunci ce voiau aceștia, câtă vreme era limpede că un statu-quo era nesustenabil? Și acum intră în scenă Milton Friedman. Pe lângă numeroasele conferințe și seminare, a petrecut și trei sferturi de oră cu noul președinte, generalul Pinochet, iar apoi i-a pus pe hârtie o evaluare a situației economice din Chile, îndemnându-l să reducă deficitul guvernamental, pe care îl considera cauza principală a inflației imense, iar apoi să mențină o rată anuală a inflației de 900%<sup>56</sup>. La o lună după vizita lui Friedman, junta militară a anunțat că va opri inflația „cu orice preț”. Regimul a tăiat cheltuielile bugetare cu 27%

și a ars imense grămezi de bancnote. Însă Friedman oferea nu numai terapia de șoc verificată a masei monetare. Într-o scrisoare adresată lui Pinochet, trimisă după întoarcerea sa la Chicago, argumenta că această problemă a inflației începuse „din cauza tendințelor spre socialism apărute cu patruzeci de ani mai înainte și care au dus logic – și îngrozitor – spre acea culme a regimului Allende” După cum avea să-și amintească el mai târziu, „linia generală pe care am adoptat-o... era aceea că dificultățile prezente cu care se confruntau apăruseră aproape în totalitate din cauza politicii orientate timp de patruzeci de ani spre colectivism, socialism și stat asistențial...”<sup>57</sup> Și-l asigura pe Pinochet că „lichidarea inflației va duce la o rapidă expansiune a pieței de capital, care va facilita în mare măsură transferul întreprinderilor și activităților care se mai află în mâna statului spre sectorul particular”<sup>58</sup>

Pentru că și-a oferit sfaturile, Friedman s-a trezit criticat de presa americană. La urma urmelor, acționase în calitate de consultant al unui dictator militar care era responsabil de executarea a mai bine de două mii de comuniști autentici sau doar bănuți și de torturarea altor aproape 30.000. *New York Times* spunea: „Dacă teoriile de economie pură de la Chicago pot fi exportate în Chile doar cu prețul represaliilor, autorii acestora ar trebui să simtă și ei o oarecare responsabilitate?”\*

Însă rolul orașului Chicago pentru noul regim a însemnat mai mult decât o singură vizită a lui Milton Friedman. Începând cu anii 1950, a existat un flux permanent de tineri economiști străluciți din Chile care studiau la Chicago, în cadrul unui program de schimburi culturale cu Universidad Católica din Santiago, iar aceștia se întorceau în țară convingși de necesitatea echilibrării bugetului, supravegherea strictă a masei monetare și liberalizarea comerțului<sup>59</sup> Aceștia erau așa-numiții „băieți din Chicago”, infanteriștii lui Friedman: Jorge Cauas, ministrul de Finanțe al lui Pinochet și mai târziu „superministrul” Economiei, Sergio de Castro, succesorul său ca ministru de Finanțe, Miguel Kast, ministru al Muncii și mai apoi șeful băncii centrale, și cel puțin alți opt specialiști care au studiat la Chicago și apoi s-au întors să-și slujească guvernul. Încă înainte de căderea lui Allende, aceștia au conceput un program de reforme cunoscut sub numele de *El Ladrillo* („Cărămidă”), din pricina grosimii manuscrisului. Dar cele mai radicale măsuri vor fi inițiate de un student al Universității Catolice care a optat să studieze la Harvard, nu la Chicago. Ceea ce avea acesta în minte a fost cea mai mare provocare la adresa statului asistențial din toată acea perioadă. Thatcher și Reagan au apărut mai târziu. Reacția împotriva statului asistențial a pornit din Chile.

Pentru José Piñera, care avea exact 24 de ani când Pinochet a preluat puterea, invitația de a se întoarce de la Harvard în Chile a fost o dilemă dureroasă. Nu-și făcea nici un fel de iluzii asupra naturii regimului lui Pinochet. Totuși a socotit că, în felul acesta, avea ocazia de a pune în practică ideile care i se conturaseră în minte chiar de la sosirea sa în New England. În concepția lui, cheia era nu doar reducerea inflației, ci și dezvoltarea legăturii dintre drepturile asupra proprietății și drepturile politice, care constituise miezul experimentului de succes al democrației capitaliste din America de Nord. Piñera credea că nu se putea realiza asta decât prin modificarea radicală a statului asistențial, începând cu sistemul *pay-as-you-go* de finanțare a pensiilor de stat și a altor beneficii. Concepția lui era următoarea:

\* Friedman nota în 1988 că oferise aproape aceleași sfaturi cu privire la inflație și guvernului chinez, dar a descoperit că nu a fost asaltat de „o avalanșă de proteste pentru greșeala de a fi dorit să ofere un sfat unui guvern atât de rău”, în ciuda faptului că „a fost și încă mai este un guvern mai represiv decât junta militară din Chile”

Ceea ce a început ca un amplu sistem de asigurări a devenit pur și simplu un sistem de taxare, prin care contribuțiile de azi sunt folosite pentru plata ajutoarelor sociale de azi, și nu crearea unui fond acumulativ în vederea folosirii sale ulterioare. Acest sistem *pay-as-you-go* a înlocuit principiul economisirii, devenind un drept... [Dar această abordare] e înrădăcinată într-o falsă concepție asupra comportamentului uman. Acest sistem distruge, la nivel individual, legătura dintre contribuții și beneficii. Cu alte cuvinte, dintre efort și răsplată. Oriunde s-a întâmplat asta la scară amplă și pentru lungi perioade, rezultatul final a fost un dezastru<sup>60</sup>

Între 1979 și 1981, în calitate de ministru al Muncii (și mai apoi de ministru al Minelor), Piñera a creat un sistem absolut nou de pensii în Chile, oferindu-i oricărui muncitor șansa de a opta pentru renunțarea la pensia de stat. În loc să plătească un impozit pe venit, putea să pună aceeași sumă (10% din salariu) într-un Cont Personal de Pensii, care să fie administrat de companii particulare competitive cunoscute sub numele de *Administradora de Fondos de Pensiones* (AFP-uri)<sup>61</sup>. În momentul în care ajunge la vârsta pensionării, cel care a participat la acest fond își poate retrage banii și-i poate folosi pentru a-și cumpăra o rentă viageră; sau, dacă dorește, poate lucra mai departe, contribuind la acel fond în continuare. În afară de pensie, planul includea și o primă de asigurare de viață și de invaliditate. Ideea era de a-i da muncitorului din Chile sentimentul că banii pe care i-a pus deoparte constituiau propriul său capital. După cum spunea Hernán Büchi (care l-a ajutat pe Piñera să redacteze legislația de asigurări sociale și apoi s-a ocupat de implementarea reformei în domeniul asistenței medicale), „programele de asistență socială trebuie să includă și unele stimulente pentru efortul individual și pentru ca, treptat, oamenii să devină responsabili pentru propriul destin. Nu e nimic mai inutil decât programele sociale care încurajează parazitismul social”<sup>62</sup>.

Piñera a riscat. Le-a oferit muncitorilor șansa de a alege: fie rămâneți cu vechiul sistem *pay-as-you-go*, fie optați pentru noul Cont Personal de Pensii. El a insistat, și-a făcut apariția cu regularitate la televiziune pentru a-i încredința pe muncitori că „nimeni nu vă va lua cecul de la mama mare” (din vechiul sistem de pensii de stat). Și s-a ținut tare, refuzând sistematic și cu sarcasm propunerile ca sindicatele naționale, și nu muncitorii individuali să fie cei răspunzători pentru alegerea membrilor din AFP-uri. În cele din urmă, pe 4 noiembrie 1980, reforma a fost aprobată, devenind funcțională, la sugestia perversă a lui Piñera, din 1 mai, Ziua Internațională a Muncii, anul următor<sup>63</sup>. Reacția populației a fost plină de entuziasm. În 1990, mai bine de 70% dintre muncitori optaseră pentru sistemul privat<sup>64</sup>. Fiecare a primit un nou carnet fățos în care erau înregistrate și contribuțiile, și profiturile investiției. La sfârșitul anului 2006, în jur de 7,7 milioane de chileni aveau un Cont Personal de Pensii; 2,7 milioane aveau și asigurări private de sănătate, prin așa-numitul sistem ISAPRE, care le permitea muncitorilor să renunțe la sistemul asigurărilor de sănătate de stat pentru sistemul privat. Deși nu pare chiar o revoluție, împreună cu reformele implementate sub Pinochet inspirate de la Chicago, a fost totuși o revoluție mai mare decât tot ce plănuise marxistul Allende în 1973. În plus, reforma a trebuit implementată într-un moment de extremă instabilitate economică, consecință a deciziei proaste din 1979 de a raporta moneda națională la dolar, tocmai când dragonul inflației părea să fi fost ucis. Când, la scurtă vreme, rata dobânzii în Statele Unite a crescut, presiunea deflației a aruncat Chile într-o recesiune care amenința să provoace și deraierea expresului Chicago-Harvard. În 1982, economia s-a contractat cu 13%, părând să-i răzbune pe criticii de stânga ai „tratamentului-șoc” al lui Friedman. Abia spre sfârșitul lui 1985 s-a putut considera că acea criză a trecut. În 1990 s-a văzut limpede că reforma a fost un succes: reforma sistemului de asigurări era responsabilă de

jumătate din valoarea reducerii cheltuielilor guvernamentale de la 34 % din produsul intern brut la 22 %.

A meritat? A meritat imensul pariu moral al băieților de la Chicago și Harvard care s-au aventurat în cârdășie cu un dictator militar criminal și tortionar? Răspunsul depinde dacă ne gândim sau nu că aceste reforme economice au ajutat la netezirea drumului spre o democrație sustenabilă în Chile. În 1980, la doar șapte ani de la lovitura militară, Pinochet a acceptat o nouă constituție care prevedea o tranziție de zece ani spre un guvern democratic. În 1990, după ce a pierdut un referendum privind poziția sa în fruntea statului, a renunțat la președinție (deși a rămas în fruntea armatei încă opt ani). Democrația a fost reinstaurată, iar în acel moment era în plin avânt miracolul economic care i-a asigurat supraviețuirea. Pentru că reforma pensiilor nu numai că a creat o nouă clasă de proprietari, fiecare cu coșul său de pensie, dar a fost și o injecție în brațul economiei din Chile, pentru că efectul a fost și o semnificativă creștere a ratei de economisire (până la 30 % din produsul intern brut în 1989, cea mai ridicată din America Latină). Inițial s-a instituit o limită obligatorie care împiedica AFP-urile să investească în afara granițelor statului mai mult de 6 % (mai apoi 12 %) din noile fonduri de pensii<sup>65</sup>. Efectul acestei măsuri era acela de a se asigura că noua sursă de economisire era canalizată spre dezvoltarea economică internă. În ianuarie 2008 am vizitat Santiago și am urmărit brokerii de la Banco de Chile cum se preocupau să investească contribuțiile la pensii ale muncitorilor din Chile în propria bursă. Rezultatele au fost impresionante. Rata anuală a profitului de la Conturile Personale de Pensii era de peste 10 %, reflectând performanța imensă a bursei de valori din Chile, care crescuse de 18 ori din 1987.

Bineînțeles că sistemul are și neajunsuri. Costurile fiscale și de administrare ale sistemului se spune că uneori sunt prea ridicate<sup>66</sup>. Întrucât nu toți cei care activează în economie au o slujbă permanentă cu normă întreagă, nu toți pot participa la acest sistem. Liber-profesioniștii nu erau obligați să contribuie la aceste Conturi Personale de Pensii, după cum nu contribuiau nici muncitorii sezonieri. În felul acesta, o mare parte a populației nu avea nici un fel de asigurare pentru pensie, ca și mulți dintre oamenii din La Victoria, pe vremuri focarul luptei de rezistență împotriva regimului Pinochet – un loc unde încă mai apărea pe ziduri, în graffiti, figura lui Che Guevara. Pe de altă parte, guvernul e pregătit să ia în considerare și situația celor ale căror contribuții nu sunt suficiente pentru o pensie minimă, cu condiția ca aceștia să fi lucrat cel puțin douăzeci de ani. În plus, mai există și o Pensie de Solidaritate de Bază pentru cei care nu se înscriu pentru nici un fel de pensie<sup>67</sup>. Dar, dincolo de orice argument, îmbunătățirea performanței economice din Chile de la reformele „băieților din Chicago” nu poate fi negată. Rata de creștere din cei cincisprezece ani înainte de vizita lui Friedman era de 0,17 % pe an ; în cei cincisprezece ani care au urmat a fost de 3,28 %, de aproape douăzeci de ori mai mare. Rata sărăciei a scăzut spectaculos la doar 15 %, în comparație cu 40 % în restul țărilor din America Latină<sup>68</sup>. Astăzi, Santiago e orașul-bijuterie al Anzilor, de departe cel mai prosper și mai atrăgător oraș de pe continent.

Un semn al succesului din Chile este și acela că reformele din sistemul de pensii au fost imitate pe întregul continent, chiar și în restul lumii. Bolivia, El Salvador și Mexicul au copiat întocmai sistemul din Chile. Perú și Columbia au introdus pensiile private ca alternativă la sistemul de pensii de stat<sup>69</sup>. Chiar și Kazahstanul a urmat exemplul din Chile. Chiar și membri ai parlamentului britanic au făcut potecă de la Westminster la ușa lui Piñera. Ironia e că reforma chiliană era mult mai radicală decât orice se încercase în Statele Unite, patria economiei de piață liberă. Însă reforma sistemului de asigurări sociale va ajunge și în America de Nord, fie că se va dori sau nu.

Când uraganul Katrina a lovit New Orleans, acesta a dezvăluit și niște realități ale sistemului american pe care oamenii s-au străduit să le ignore. Da, America are un sistem de asigurări de stat. Nu, sistemul nu funcționează. Administrațiile Reagan și Clinton au implementat ceea ce păreau a fi reforme radicale ale sistemului de asigurări, reducând ajutoarele de șomaj și perioada pentru care pot fi solicitate. Dar nici un fel de astfel de reforme nu pot proteja sistemul în situația în care populația din Statele Unite e tot mai îmbătrânită, iar spirala costurilor asistenței medicale private tot mai mare.

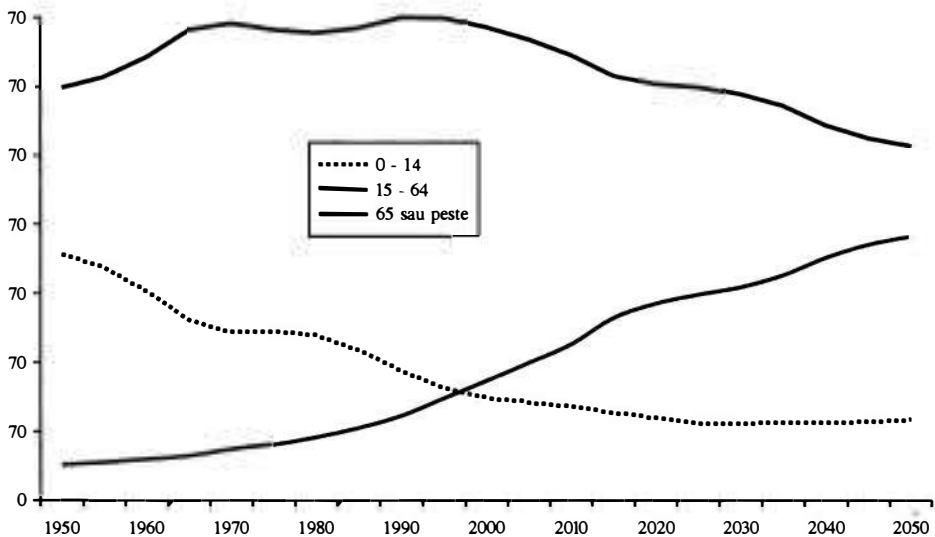
Statele Unite au un sistem unic de asigurări sociale. Asigurările Sociale oferă o pensie minimă de stat pentru toți cei care ies la pensie, în vreme ce sistemul Medicare acoperă toate cheltuielile de îngrijire medicală pentru bătrâni și invalizi. Ajutoarele sociale și alte cheltuieli pentru sănătate ridică costul programelor federale de asistență socială la 11 % din produsul intern brut. În același timp, asistența medicală e aproape în totalitate oferită de sectorul privat. În clinicile de vârf este excelentă, dar departe de a fi și ieftină. Iar dacă ai nevoie de tratamente înainte de pensionare, îți trebuie o poliță privată de asigurare – ceea ce, după o estimare generală, 47 de milioane de americani nu au, întrucât astfel de polițe nu sunt decât la îndemâna celor cu un serviciu permanent și oficial. Rezultatul e un sistem de asigurări sociale care nu e cuprinzător, fiind chiar mai puțin redistributiv decât sistemele europene, dar e imens de costisitor. Din 1993, Asigurările Sociale au devenit mai costisitoare decât Securitatea Națională. Cheltuielile pentru educație în procente din produsul intern brut (5,9%) sunt mai mari decât în Marea Britanie, Germania sau Japonia. Cheltuielile publice de sănătate reprezintă aproximativ 7% din produsul intern brut, la fel ca în Marea Britanie, dar cheltuielile medicale private reprezintă mai mult (8,5%, în comparație cu modestul 1,1% în Marea Britanie)<sup>70</sup>

Un astfel de sistem de asigurări sociale nu e deloc pregătit să facă față creșterii rapide a numărului celor îndreptățiți. Și exact cu asta se confruntă americanii acum, când așa-numiții „baby boomer”, generația celor născuți după al Doilea Război Mondial, încep să iasă la pensie<sup>71</sup>. Conform statisticilor Națiunilor Unite, până în 2050, speranța de viață din Statele Unite ar putea crește de la 75 la 80 de ani. În următorii patruzeci de ani, proporția populației americane ajunse la 65 de ani și peste e estimată să crească de la 12% la 21%. Din nefericire, o mare parte dintre cei ce vor ieși curând la pensie nu și-au asigurat suficiente economii pentru perioada de după pensionare. Conform Retirement Confidence Survey din 2006, șase din zece muncitori americani declară că fac economii în vederea pensionării și numai patru din zece declară că au calculat cât ar trebui să economisească. Mulți dintre cei care nu au suficiente resurse de economisire se gândesc că vor compensa muncind o perioadă mai lungă. Muncitorul obișnuit se gândește să muncească până la vârsta de 65 de ani. Dar până la urmă s-ar putea ca respectivul să fie nevoit să iasă la pensie la 62 de ani; și, într-adevăr, cam patru din zece muncitori americani se retrag din viața activă mai repede decât și-au pus în plan<sup>72</sup>. Ceea ce are implicații serioase pentru bugetul federal, pentru că cei care au calculat greșit s-ar putea să ajungă o povară în plus, într-un fel sau altul, pentru plătitorii de taxe. În ziua de azi, un pensionar primește de la Asigurările Sociale, Medicare și Medicaid ajutoare totalizând în medie 21.000 de dolari pe an. Înmulțiți cu 36 de milioane de vârstnici existenți în mod curent și veți vedea de ce aceste programe înghit un procent atât de mare din bugetul federal. Și acest procent va crește, nu numai pentru că numărul de pensionari va crește, ci și deoarece cheltuielile precum cele ale Medicare sunt de necontrolat, crescând de două ori mai repede decât rata inflației. Iar extinderea Medicare din 2003 pentru compensarea medicamentelor pe bază de rețetă nu a făcut decât să înrăutățească și mai mult lucrurile.



Conform unei estimări a lui Thomas R. Saving, al cărui nume e numai potrivit\* pentru programul Medicare, numai costurile programului Medicare vor absorbi 24% din toate taxele adunate de guvernul federal în 2019. Cifrele actuale dovedesc că guvernul federal are mai multe obligații nefinanțate decât o recunosc datele oficiale. Biroul Guvernamental de Contabilitate a estimat recent că „expunerea” datorată beneficiilor viitoare nefinanțate ale Asigurărilor Sociale și Medicare este de 34 de bilioane de dolari<sup>73</sup>. Ceea ce reprezintă de patru ori valoarea datoriilor federale recunoscute oficial.

Evoluția demografică a unei crize a asistenței sociale : Japonia, 1950-2050  
(părți procentuale din populație pe grupe de vârstă)



În mod ironic, există o singură țară în care problema populației îmbătrânite are mai multe implicații economice serioase decât în Statele Unite. Este vorba de Japonia. Atât de plină de succes a fost „superputerea asigurărilor sociale” japoneze, încât în anii 1970 speranța de viață în Japonia devenise cea mai mare din lume. Însă aceasta, combinată cu scăderea natalității, a produs cea mai îmbătrânită societate din lume, cu mai bine de 21 % din populație trecută de 65 de ani. Conform Institutului Nakamae de Cercetări Economice Internaționale, în 2044, populația în vârstă o va egala pe cea aflată în câmpul muncii<sup>74</sup>. Drept urmare, Japonia se confruntă acum cu o profundă criză structurală a sistemului său de asigurări sociale, care nu fusese conceput pentru a face față la ceea ce japonezii numesc societate longevivă (*chôju shakai*)<sup>75</sup>. În ciuda faptului că a mărit vârsta de ieșire la pensie, guvernul nu a reușit să rezolve problemele sistemului pensiilor de stat. (Iar situația nu e ușurată de faptul că mulți liber-profesioniști și studenți, ca să nu mai vorbim de unii eminenți oameni politici, nu își aduc contribuția cerută la sistemul de asigurări.) De la începutul anilor 1990 se înregistrează însă și un număr tot mai mic al celor care contribuie investițional la sistemul public de sănătate<sup>76</sup>. Bugetul asigurărilor e acum egal cu trei sferturi din veniturile din impozite. Datoriile bugetului depășesc un trilion de yeni, aproximativ 170% din produsul intern brut<sup>77</sup>. Iar instituțiile din sectorul privat nu stau nici ele mai bine. De la prăbușirea bursei în 1990, companiile de asigurări de viață se

\* Saving – „a economisi”, în limba engleză (n.tr.).

luptă să supraviețuiască; între 1997 și 2000, trei companii importante au dat faliment. Fondurile de pensii sunt și ele la strâmtoare. Cum cele mai multe dintre țările dezvoltate se mișcă în aceeași direcție, asta dă un nou înțeles cântecului pop din anii 1980: „Să ne facem japonezi cu toții” Activele celor mai mari fonduri de pensii din lume (care includ și fondul guvernului japonez, echivalentul său din Olanda și Fondul Public al Angajaților din California) depășesc acum 10 bilioane de dolari, crescând cu 60% între 2004 și 2007<sup>78</sup>. Dar obligațiile lor vor crește în ultimă instanță atât de mult încât nici măcar aceste sume imense să nu ajungă?

O viață mai lungă e o veste bună pentru indivizi, dar o veste proastă pentru sistemul de asigurări sociale de stat și pentru politicienii care s-au străduit să-și convingă alegătorii să-l reformeze. Dar vestea și mai proastă e aceea că, cu cât populația planetei îmbătrânește mai mult, cu atât lumea devine mai plină de primejdii<sup>79</sup>

## Risc acoperit și risc neacoperit

Ce s-ar întâmpla dacă terorismul internațional ar lovi mai frecvent și/sau mai letal, în vreme ce Al-Qaeda e în căutarea unor arme de distrugere în masă? Și există suficiente motive pentru a justifica această teamă. Dacă ținem cont de impactul limitat al atacurilor din 2001, Al-Qaeda are un puternic stimul să încerce un „9/11 nuclear”<sup>80</sup> Purtătorii de cuvânt ai organizației nu au dezmințit o astfel de eventualitate; dimpotrivă, se laudă deschis că ambiția lor este să „ucidă 4 milioane de americani, dintre care două milioane de copii, a-i determina pe de două ori mai mulți să-și abandoneze casele și de a face sute de mii de răniți și invalizi”<sup>81</sup> Iar aceste amenințări nu trebuie ignorate, socotindu-le simplă retorică. După spusele lui Graham Allison de la Centrul Belfer al Universității Harvard, „dacă Statele Unite și alte guverne continuă să facă ceea ce fac și acum, un atac nuclear terorist asupra unui mare oraș e foarte probabil să aibă loc prin 2014” După părerea lui Richard Garwin, unul dintre inventatorii bombei cu hidrogen, există deja „20% șanse anuale de a se produce o explozie nucleară în unul dintre orașele americane sau europene” Un alt coleg al lui Allison, Matthew Bunn, estimează la 29% riscul unui atac nuclear terorist în următorii zece ani<sup>82</sup>. Chiar și un dispozitiv nuclear de mică putere, de numai 12,5 kilotone, ar putea ucide până la 80.000 de oameni dacă e detonat într-un oraș mediu din Statele Unite; o bombă cu hidrogen de o megatonă poate ucide 1,9 milioane de oameni. Un atac biologic cu spori de antrax poate ucide cam tot atâția oameni<sup>83</sup>

Și ce s-ar întâmpla dacă încălzirea globală va spori incidența dezastrelor naturale? Și aici există oarecare motive de îngrijorare. Conform experților de specialitate din cadrul Grupului Interguvernamental de Studii privind Schimbările Climatice (IPCC), „incidența precipitațiilor abundente a crescut în mai toate zonele” ca urmare a activității omului care afectează fenomenul încălzirii globale. Există, de asemenea, „dovezi pe bază de observații ale creșterii intensității activității ciclonice în Atlanticul de Nord începând cu 1970” Creșterea nivelului mării prezisă de IPCC va spori și ea daunele provocate de inundații cauzate de furtuni precum Katrina<sup>84</sup>. Nu toți oamenii de știință sunt de acord că activitatea uraganelor de-a lungul coastei atlantice a Statelor Unite e în creștere (după cum susține Al Gore în filmul său *Un adevăr incomod*). Dar ar fi o greșeală să credem, în inconștiența noastră, că nu e cazul să ne temem, mai ales că în permanență se extind construcțiile rezidențiale în statele vulnerabile. Pentru guvernele care deja se clatină sub povara obligațiilor în creștere pe care și le-au asumat în privința asigurărilor sociale, creșterea

frecvenței și dimensiunilor dezastrelor catastrofale poate fi fatală din punct de vedere fiscal. Pierderile din asigurări (și reasigurări) în urma atacurilor de la 11 septembrie au fost în jur de 30-85 de miliarde de dolari, aproape la fel ca pierderile cauzate de uraganul Katrina<sup>85</sup>. În ambele cazuri, guvernul federal al Statelor Unite a fost nevoit să intervină și să-i ajute pe asiguratorii particulari să-și poată achita obligațiile, oferind sprijin din sistemul de asigurări federale în caz de terorism în urma evenimentelor din 11 septembrie și absorbind greul costurilor pentru cazuri de urgență și reconstrucție de-a lungul coastei Golfului Mexic. Cu alte cuvinte, exact cum s-a întâmplat în cursul războaielor mondiale, statul asistențial intervine când asiguratorii sunt depășiți de evenimente. Numai că, în cazul dezastrelor naturale, această politică are un rezultat pervers. În esență, plătitorii de taxe din zonele relativ sigure ale țării îi finanțează pe cei care au ales să locuiască în regiuni amenințate de uragane. O posibilă soluție de a corecta acest dezechilibru ar fi crearea unui program federal de reasigurare pentru cazuri de megacatastrofe. În loc să stea să aștepte ca plătitorii de taxe și impozite să achite nota de plată în cazul marilor dezastre, asiguratorii ar trebui să achite o primă diferențiată (mai mare pentru cei situați mai aproape de zonele cu uragane), evitând riscul unui nou uragan Katrina prin reasigurarea riscului prin intermediul guvernului<sup>86</sup>. Dar mai există o soluție.

\*

Asigurările și asistența socială nu sunt singurele modalități de a obține protecție împotriva șocurilor viitoare. Modul inteligent de a face asta e să fii asigurat împotriva riscului. Astăzi toată lumea a auzit de fonduri speculative (*hedge funds*) precum Citadel al lui Kenneth C. Griffin, cu sediul la Chicago. În calitate de fondator al Citadel Investment Group, în prezent unul dintre cele mai mari douăzeci de fonduri de acoperire din lume, Griffin se ocupă în permanență de managementul unui pachet de active în valoare de 16 miliarde de dolari. Între acestea se numără și multe active așa-zise în dificultate, pe care Griffin le preia de la companii falimentare precum Enron la prețuri de nimic. N-ar fi exagerat să spunem că lui Griffin îi cam place riscul. El trăiește și respiră nesigurantă. De când a început să negocieze, din căminul de studenți de la Harvard, obligațiuni convertibile, se hrănea cu „cozi groase”. Din 1998, principalul fondul offshore al Citadel a generat profituri anuale de 21%<sup>87</sup>. În 2007, când alte instituții financiare pierdeau miliarde în criza creditelor, el personal a câștigat mai mult de un miliard de dolari. Printre lucrările de artă care-i decorează pereții apartamentului penthouse din North Michigan Avenue este *Fals început* de Jasper John, pentru care a plătit 80 de milioane de dolari, și un Cézanne care l-a costat 60 de milioane de dolari. Când s-a căsătorit, ceremonia a avut loc la Versailles (castelul din Franța, nu orașul modest din Illinois cu același nume)<sup>88</sup>. Într-o lume plină de riscuri, sistemul speculativ e o afacere bună. Dar ce înseamnă asta de fapt și de unde vine?

Originile sistemului *hedging*\*, denumire potrivită, provine din agricultură. Pentru un agricultor care pune sămânța în pământ, nimic nu e mai important decât prețul pe care-l va obține după ce-și strânge recolta și o duce la piață. Dar prețul poate fi mai mic sau mai mare decât spera el. Un contract futures îl poate proteja, obligându-l pe negustor să-i cumpere recolta când ajunge cu ea la piață la prețul convenit atunci când pune sămânța în pământ. Dacă în ziua în care livrează marfa prețul pieței e mai mic decât cel sperat, fermierul e protejat; negustorul cu care a încheiat contractul speră ca prețul să fie mai

\* *Hedging* – împrejmuire cu gard viu pentru siguranța proprietății (engl.) (n.tr.).

mare, lăsându-i o marjă de profit. Pe măsură ce preeriile americane erau arate și semănate, se săpau canale și se construiau căi ferate legând acele câmpii de marile orașe din nord-est, acestea au devenit grânarul țării. Dar oferta și cererea, deci prețurile, fluctuau nebunește. Între ianuarie 1858 și mai 1867, în parte din pricina Războiului Civil, prețul grâului a sărit de la 55 de cenți la 2,88 de dolari pe baniță, pentru ca apoi să cadă iar la 77 de cenți în martie 1870. La început, formele de protecție pentru fermieri erau cunoscute sub numele de contracte forward, care însemnau o simplă înțelegere bilaterală între vânzător și cumpărător. Un contract futures autentic e totuși un instrument standardizat emis în vederea unui schimb viitor și deci negociabil. Odată cu evoluția contractelor futures standard „la sosire”, împreună cu o serie de reglementări pentru a obliga la respectarea învoielii și, în cele din urmă, prin înființarea unei case de compensații, s-a născut prima piață adevărată a contractelor futures. Locul nașterii sale a fost Windy City: Chicago. Crearea unei piețe permanente de schimb futures în 1874 – Bursa Produselor din Chicago, bunica actualei Burse Comerciale din Chicago – a creat mediul pentru apariția sistemului speculativ pe piețele bunurilor comerciale din Statele Unite<sup>89</sup>

Un sistem speculativ clasic elimină în întregime riscul fluctuației prețurilor. E nevoie de un speculator, ca partener contractual, care să preia riscul. În practică, totuși, majoritatea hedgerilor tind să se angajeze în oarecare măsură în activități speculative, căutând căi de a profita de fluctuațiile viitoare ale prețurilor. În parte și din pricina nesiguranței clienților cu privire la evoluție – sentimentul că piețele de futures erau puțin mai bune decât cazinourile –, abia în anii 1970 contractele futures au putut fi emise la schimb cu valoarea în bani și ratele profitului; și abia în 1982 a fost posibilă prezența la bursă a contractelor futures.

Griffin a strâns la Citadel matematicieni, fizicieni, ingineri, analiști în domeniul investițiilor și specialiști în domeniul tehnologiei computerelor. Iar o parte din ceea ce fac ei acolo este echivalentul din domeniul finanțelor al ingineriei aerospațiale. Dar principiile care stau la baza activității lor sunt simple. Pentru că toate sunt derivate din valoarea unor active subscrise, toate contractele futures sunt forme de „instrumente financiare derivate” Foarte înrudite, dar distincte de futures sunt contractele financiare cunoscute sub numele de *opțiuni*. În esență, cumpărătorul unei opțiuni de cumpărare are dreptul, dar nu și obligația de a cumpăra o anumită cantitate de bunuri sau active financiare de la un vânzător („autorul contractului”) al unei opțiuni la o anumită dată (data expirării), la un anumit preț (cunoscut sub numele de preț de exercitare). Firește, cumpărătorul unei opțiuni de cumpărare speră ca în viitor prețul acelor bunuri sau al instrumentelor financiare subscrise să crească. Când prețul de piață depășește prețul de exercitare, opțiunea este „în banii investiți” – la fel și cumpărătorul inteligent care a cumpărat opțiunea. O opțiune de vânzare este exact opusul opțiunii de cumpărare: cumpărătorul are dreptul, dar nu și obligația să vândă o anumită cantitate convenită de bunuri cumpărătorului opțiunii. O a treia categorie de derivate sunt derivatele swap, care constituie de fapt un pariu între două părți cu privire, de exemplu, la evoluția viitoare a ratelor dobânzii. Un swap pur pe ratele dobânzii le permite celor două părți care deja încasează profit din dobândă să efectueze un swap permițând oricui primește o rată variabilă a dobânzii să facă schimb cu aceasta pentru o rată fixă, în cazul în care rata dobânzii scade. Însă un swap contra încetării plății la credit oferă protecție în cazul în care o companie nu-și mai onorează obligațiunile. Dar probabil cea mai ciudată formă de derivate sunt derivatele climatice, cum sunt obligațiunile pentru catastrofe naturale, care le permit companiilor de asigurări și altor instituții să compenseze efectele temperaturilor extreme sau ale altor dezastre naturale prin vânzarea așa-numitului „risc de capăt” unor fonduri speculative cum ar fi Fermat Capital. De fapt, un cumpărător al unei „obligațiuni de catastrofe” vinde

asigurare ; dacă acea catastrofă specificată în obligațiune are loc, cumpărătorul trebuie să plătească suma sau să pună gaj capitalul de bază. În schimb, vânzătorul plătește o rată a dobânzii atrăgătoare. În 2006, valoarea noțională totală a derivatelor de risc climatic era în jur de 45 de miliarde de dolari.

A fost o vreme când cele mai multe derivate erau instrumente standardizate emise de burse precum Chicago Mercantile, care a fost una dintre companiile de pionierat în domeniul derivatelor climatice. În prezent, astfel de derivate sunt adaptate clientului și vândute pe „piața extrabursieră” (OTC-uri), adesea chiar de bănci care încasează un comision foarte atractiv pentru serviciile lor. Conform Băncii Reglementelor Internaționale, valoarea noțională totală reziduală a contractelor derivate de pe piața extrabursieră – încheiate pe o bază ad-hoc între două părți – a atins amețitoarea sumă de 596 de bilioane de dolari în decembrie 2007, cu o valoare brută de piață de peste 14,5 bilioane de dolari\* Deși aceste instrumente financiare au fost numite de unii investitori mai tradiționaliști, precum Warren Buffett, arme financiare de distrugere în masă (ceea ce, totuși, nu l-a împiedicat să le folosească), părerea celor de la Chicago din 2007 este că niciodată sistemul economic mondial n-a fost mai bine protejat împotriva neprevăzutului – viziune spulberată violent în anul următor, când fondul de acoperire a pierdut în medie peste 21 %, iar fondurile Citadel au scăzut cu 55 %.

Dar rămâne totuși faptul că această revoluție financiară a împărțit efectiv lumea în două : cei care sunt (sau pot fi) protejați împotriva riscului și cei care nu sunt (sau nu pot fi) protejați. Ca să fii protejat ai nevoie de bani. Fondurile de acoperire cer în mod normal o investiție evaluată în șase sau chiar șapte cifre și pretind un comision de administrare de cel puțin 2 % din bani pe care i-ai investit (Citadel are un comision de patru ori mai mare) și 20 % din profit. Asta înseamnă că cele mai multe dintre marile corporații își pot permite o asigurare împotriva riscului neprevăzut al creșterii ratei dobânzii, ratei de schimb sau a prețurilor bunurilor. Dacă doresc, se pot asigura și împotriva riscului uraganelor viitoare sau al atacurilor teroriste vânzând obligațiuni de catastrofe sau alte derivate. Prin comparație, cei mai mulți particulari nu-și pot permite să se asigure în acest fel și nici nu știu cum se face asta, chiar dacă și-ar putea permite. Noi, muritorii de rând, trebuie să ne bazăm pe instrumentul tocit și adesea scump al polițelor de asigurare pentru a ne proteja în fața surprizelor primejdioase ale vieții sau să sperăm că asistența socială de stat va veni să ne salveze.

Există, bineînțeles, și o a treia strategie, mult mai simplă : străvechea strategie de a economisi bani albi pentru zile negre. Sau mai degrabă să împrumutăm pentru a cumpăra active a căror valoare se apreciază cu vremea și care se presupune că ne va oferi o șansă de salvare împotriva unei calamități. În ultimii ani, pentru cele mai multe familii, grija de a se asigura în fața unui viitor nesigur ia forma foarte simplă a unei investiții (de obicei din resurse atrase, adică prin împrumut financiar) într-o locuință, a cărei valoare se presupune că va fi în creștere până în ziua în care cei care întrețin familia se hotărăsc să iasă la pensie. Dacă planul de pensie nu e îndestulător, nu contează. Dacă asigurarea de sănătate a expirat, nu intrăm în panică. Există întotdeauna casa, scumpa casă.

Dar ca poliță de asigurare sau ca plan de pensie, această strategie are totuși un neajuns : reprezintă doar o singură alternativă, un pariu negarantat pe o singură piață : piața imobiliară. Din nefericire, după cum vom vedea în capitolul următor, a paria pe cărămizi și mortar nu înseamnă a fi la fel de sigur precum o casă. Și nu e nevoie să locuiești în New Orleans ca să te convingi pe propria piele de acest adevăr.

\* Adică valoarea noțională reziduală, dacă toate derivatele aduc beneficii, este cam de patruzeci și unu de ori mai mare decât valoarea de piață estimată a contractelor.

## Capitolul 5

# De nădejde precum o casă

Jocul economic favorit al lumii vorbitoare de limbă engleză : proprietatea. Nici o altă fațetă a vieții financiare nu exercită atâta fascinație asupra imaginației populației. Nici o altă decizie de alocare a activelor n-a însuflețit mai mult discuțiile de la petrecerile de seară. Piața imobiliară este unică. Orice adult, indiferent cât de analfabet în materie de economie ar fi el, are o părere asupra viitoarelor sale perspective. Chiar și copiii sunt învățați cum să urce scara proprietății cu mult înainte de a-și câștiga singuri banii\* Iar felul cum îi educăm îi învață practic cum să joace jocul proprietății.

Jocul pe care-l cunoaștem azi sub numele de Monopoly a fost conceput în 1903 de o americană, Elizabeth („Lizzie”) Phillips, o devotată admiratoare a economistului radical Henry George. Visul ei utopic era o lume în care singura taxă să fie aceea pe valoarea terenurilor. Scopul acestui joc era acela de a dezvălui nedreptatea unui sistem social în care o mică minoritate de proprietari de moșii aduna profituri de pe urma rentelor colectate de la chiriași. Inițial cunoscut sub numele de Jocul Moșierului, acest proto-Monopoly avea o serie de caracteristici familiare – poteca rectangulară continuă, colțul Hai La Pușcărie –, dar părea mult prea complex și didactic pentru a fi atrăgător pentru marea masă. Și, în consecință, între cei care s-au implicat pentru a-l adapta și modifica pentru nevoile didactice s-au numărat și doi economiști excentrici, profesori universitari, Scott Nearing de la Wharton School și Guy Tugwell de la Columbia University. Dar potențialul comercial al acestui joc a fost intuit de un inginer de instalații șomer, pe nume Charles Darrow, după ce i-a fost prezentat jocul pe schema străzilor din Atlantic City, stațiunea litorală a orașului New Jersey. Darrow a schițat din nou placa de joc în așa fel încât fiecare pătrat semnificând o proprietate avea o bandă viu colorată și niște căsuțe și hoteluri desenate pe care jucătorii „le puteau construi” în pătrățelel pe care-l dobândeau. Darrow era meșter priceput – putea confecționa singur un joc în opt ore –, dar avea și „mintă” de negustor, așa încât i-a convins pe John Wanamaker, patronul magazinului din Philadelphia, și pe F.A.O. Schwartz, comerciant cu amănuntul de jucării, să-i cumpere jocul pentru sezonul de Crăciun al anului 1934. Curând a ajuns să vândă mai mult decât putea confecționa cu mâna lui. În 1935, compania de jocuri Parker Brothers (care promovase și varianta de mai înainte a Jocului Moșierului) i-a cumpărat definitiv jocul<sup>1</sup>

Perioada Marii Depresiuni nu părea a fi potrivită pentru lansarea unui joc care devenise acum al viitorilor deținători de proprietăți. Probabil, totuși, că banii aceia falși, multicolori,

\* Trezind așteptări care ar putea fi imposibil de împlinit. Creșterea de cincisprezece ori a prețului caselor în Anglia între 1975 și 2006 a făcut imposibilă cumpărarea unei case de către aproape toți cei aflați la prima casă ce nu pot primi sprijin financiar de la părinți.

contribuiau la atractivitatea jocului Monopoly. Compania Parker Brothers anunța în aprilie 1935

După cum sugerează și numele, jucătorii se implică în afaceri imobiliare, de căi ferate și utilități publice într-o competiție pentru cucerirea unui monopol asupra unei proprietăți în așa fel încât să obțină rentă de la ceilalți jucători. Jocul devine pasionant când jucătorii se confruntă cu probleme precum ipoteci, taxe, fonduri publice de binefacere, opțiuni, arendă, profit, proprietate imobiliară nevalorificată, hoteluri, clădiri de locuințe, companii electrice și alte tranzacții, iar pentru acestea jocul are și bani virtuali<sup>2</sup>.

Jocul s-a bucurat de un succes fenomenal. La sfârșitul anului 1935 se vânduseră un sfert de milion de astfel de jocuri. În patru ani au apărut versiuni în Marea Britanie (unde firma Waddington a creat versiunea londoneză pe care am jucat-o și eu prima dată), Franța, Germania, Italia și Austria – deși guvernul fascist avea o poziție echivocă asupra caracterului apologetic capitalist al jocului<sup>3</sup>. În timpul celui de-al Doilea Război Mondial, jocul ajunsese atât de răspândit, încât Serviciul de Informații Britanic a reușit să folosească plăcile de Monopoly expediate de Crucea Roșie pentru a introduce clandestin, în lagărele de concentrare destinate prizonierilor de război, mijloace de evadare, inclusiv hărți și bancnote europene adevărate<sup>4</sup>. Din aceleași motive se bucurau de Monopoly și șomerii americani, și prizonierii britanici. În viața reală s-ar putea să trecem prin vremuri grele, dar când jucăm Monopoly putem visa că am cumpărat străzi întregi. În totală contradicție cu intențiile inventatorului inițial al jocului, Monopoly ne învață că e o măsură inteligentă să deținem proprietăți. Cu cât ai mai multe, cu atât faci mai mulți bani. Mai ales în țările vorbitoare de limbă engleză, a devenit un adevăr recunoscut universal că nimic nu întrece investiția în cărămidă și mortar.

Expresia „de nădejde precum o casă” ne spune tot ce trebuie să știm ca să înțelegem de ce orice om din lumea întreagă jinduiește să aibă o casă a lui. Dar, în lumea finanțelor, această expresie desemnează ceva mult mai precis. Înseamnă, de fapt, că nu există nimic mai sigur decât să acorzi credite celor care au o proprietate. De ce? Pentru că dacă nu mai plătesc datoria poți recupera casa. Chiar dacă aceștia se fac nevăzuți, casa nu dispare. După cum spun germanii: pământul și construcțiile sunt proprietăți „imobile”. Așa că nu întâmplător în Statele Unite cea mai importantă sursă de fonduri pentru demararea unei noi afaceri este ipotecarea casei antreprenorului. În consecință, și instituțiile financiare au mult mai puține rețineri să le împrumute bani celor care doresc să cumpere o proprietate. Din 1959, valoarea datoriilor ipotecare în Statele Unite a crescut de șaptezeci și cinci de ori. În total, cei care locuiesc în locuința pe care și-au cumpărat-o au credite în valoare de 99% din produsul intern brut al Statelor Unite la sfârșitul anului 2006, în comparație cu doar 38% cu cincizeci de ani mai înainte. Acest avânt al creditării a ajutat la finanțarea boomului din investițiile rezidențiale, care au înregistrat apogeul ultimilor cincizeci de ani în 2005. O vreme, oferta de case noi părea să nu poată ține pasul cu cererea tot mai mare. Aproape jumătate din creșterea produsului intern brut din Statele Unite în prima jumătate a anului 2005 a fost legată, într-un fel sau altul, de construcția de locuințe.

În țările vorbitoare de limbă engleză, patima pentru proprietate a constituit și baza unui experiment politic: crearea, pentru prima dată în lume, a adevăratei democrații a posesorilor de proprietăți, întrucât între 65% și 83% dintre cetățeni locuiesc în case proprietate personală\*. Cu alte cuvinte, majoritatea alegătorilor sunt în același timp și

\* Irlanda conduce în acest domeniu cu 83% dintre familii avându-și casele în proprietate, urmată de Australia și Regatul Unit (ambele cu 69%), Canada (67%) și Statele Unite (65%). Japonia are în această privință un procent de 60%, Franța de 54% și Germania de 43%. Să reținem că

deținători de proprietăți. Unii spun că acesta este modelul pe care ar trebui să-l adopte întreaga planetă. Și într-adevăr, în ultimii ani această atitudine se răspândește foarte repede, odată cu boomul prețurilor locuințelor, nu numai în „anglosferă” (Australia, Canada, Irlanda, Marea Britanie și Statele Unite), ci și în China, Franța, India, Italia, Rusia, Coreea de Sud și Spania. În 2006, inflația prețului nominal al unei case depășea 10% în opt din cele optsprezece țări din Organizația pentru Cooperare și Dezvoltare Economică. De fapt, Statele Unite nu au avut experiența unei excepționale bule a locuințelor între 2000 și 2007; prețurile au crescut și mai mult în Olanda și Norvegia<sup>5</sup>

Dar oare o proprietate chiar e „de nădejde precum o casă”? Sau jocul imobiliar este mai curând un castel din cărți de joc?

## Aristocrația proprietarilor imobiliari

Să ai o locuință e acum o excepție doar în cele mai sărace zone ale Marii Britanii și Statelor Unite, cum ar fi East End din Glasgow sau East Side din Detroit. Dar în cea mai mare parte a istoriei, acesta a fost privilegiul exclusiv al elitei aristocratice. Proprietatea era trecută din tată în fiu, împreună cu titlurile onorifice și privilegiile politice. Toți ceilalți erau doar niște chiriași. Chiar și dreptul de a vota la alegeri depindea la început de calitatea de proprietar. Înainte de 1832, în Anglia rurală, conform legii votate în secolul al XV-lea, numai bărbații care dețineau teren în proprietate absolută în valoare de cel puțin patruzeci de șilingi impozit pe an într-un anumit comitat aveau drept de vot în acel comitat. Asta însemna 435.000 de locuitori din Anglia și Țara Galilor, dintre care majoritatea erau legați de cei mai bogați proprietari de pământ printr-o complicată rețea de relații clientelare. Dintre cei 514 membri ai parlamentului reprezentând Anglia și Țara Galilor în Camera Comunelor la începutul anilor 1800, aproximativ 370 erau aleși de 180 de protectori deținători de pământ. Mai bine de o cincime dintre membrii parlamentului erau fii de nobili.

Într-o anumită privință nu s-a schimbat mare lucru de atunci încolo. Aproximativ patruzeci de milioane de acri din cele șazeci de milioane sunt deținute de 189.000 de familii<sup>6</sup>. Ducele de Westminster rămâne pe locul trei între cei mai bogați oameni din Marea Britanie, cu active estimate la 7 miliarde de lire sterline. De asemenea, printre cei cincizeci „cei mai bogați” sunt și contele Cadogan (2,6 miliarde de lire sterline) și baroneasa Howard de Walden (1,6 miliarde de lire sterline). Diferența e aceea că aristocrația nu mai monopolizează sistemul politic. Ultimul aristocrat prim-ministru a fost Alec Douglas-Home, al 14-lea conte de Home, care a părăsit funcția în 1964 (înving, după cum a declarat el, de „al 14-lea domn Wilson”). Într-adevăr, datorită reformării Camerei Lorzilor, titlul nobiliar ereditar e pe cale de a fi eliminat din sistemul parlamentar britanic.

Declinul aristocrației ca forță politică a fost explicat în multiple feluri, dar în miezul acestei evoluții au stat finanțele. Până în anii 1830, norocul a surâs elitei, celor aproximativ treizeci de familii cu un venit anual brut din terenuri de peste 60.000 de lire sterline. În timpul Războaielor Napoleonice, valoarea pământului a crescut foarte mult, având în

---

aceste cifre erau valabile pentru anul 2000. De atunci, cifrele pentru Statele Unite au crescut la 68%. De notat și variația regională: cei din statele din Midwest și din Sud sunt mai înclinați să aibă propria casă (72%) decât cei din Vest și Nord-Est. Casele sunt mai convenabile în Midwest și în Sud. În Virginia de Vest, 78% dintre locuitori au propria casă și doar 46% dintre locuitorii New Yorkului.



vedere că presiunea demografică și inflația din cursul războiului au dus la dublarea prețului grâului. După această perioadă, industrializarea le-a oferit șanse și celor care s-au trezit că stau pe un zăcământ de cărbune sau dețin terenuri urbane, în vreme ce dominația aristocraților în sistemul politic le-a asigurat acestora un venit continuu sub formă de remunerații din buzunarul public. Și, de parcă asta n-ar fi fost destul, marii magnati s-au folosit pe deplin și de capacitatea lor de a-i împrumuta pe cei mai puțin avuți. Unii dintre aceștia s-au folosit de aceste mijloace pentru a-și „îmbunătăți” proprietățile prin acapararea de terenuri și îngrădind terenuri comunitare. Alții și-au asigurat un evident trai pe picior mare apelând la instituții financiare. De exemplu, 40-55% din venitul anual al ducilor de Devonshire se ducea pe plata dobânzilor, într-atât de mari au fost împrumuturile făcute de aceștia în secolul al XIX-lea. Unul dintre avocații lor se plângea: „Nu vă trebuie nimic mai mult decât cumpătare”<sup>7</sup>

Problema este că, oricât de mult ai avea, proprietatea reprezintă o garanție doar pentru cel care îți împrumută bani. După cum spune domnișoara Demolines în *Ultima cronică a lui Barse* de Trollope, „pământul nu fuge nicăieri”<sup>\*</sup>. De aceea atât de mulți investitori din secolul al XIX-lea – avocați din partea locului, bănci particulare și companii de asigurări – au fost atrași de ipotecă ca o garanție că investiția e aparent lipsită de riscuri. În schimb, singura garanție a debitorului că nu-și va pierde proprietatea în beneficiul creditorilor este venitul său. Din nefericire pentru marea majoritate a proprietarilor de pământ din Anglia victoriană, aceste venituri au căzut brusc. De la sfârșitul anilor 1840, din pricina producției crescute de cereale pe plan mondial, a creșterii accelerate a costurilor de transport și desființării barierelor vamale – exemplificată prin abrogarea legilor de restricționare a importului de cereale (Legile Cerealelor) din 1846 –, poziția economică a deținătorilor de pământuri s-a erodat. În timp ce prețul grânelor a alunecat la vale de la un vârf de 3 lire sterline banița în 1847 la un minim de 50 de cenți în 1894, a scăzut și venitul din terenurile agricole. Rata rentabilității financiare a proprietăților rurale a scăzut de la 3,65% în 1845 la doar 2,51% în 1885<sup>8</sup>. După cum declara *The Economist*: „Nu a existat garanție mai sigură în care să-ți pui speranțele decât pământul Angliei, și nu puțini sunt cei care plâng că nu-l au”. Pentru cei cu proprietăți în Irlanda problema e și mai dificilă din pricina tulburărilor politice. Declinul și prăbușirea economică au fost exemplificate prin soarta familiei care a ridicat Casa Stowe, în Buckinghamshire.

Fără îndoială, Casa Stowe are ceva magnific. Cu colonadele sale mărețe, cu impresionantul portic Vanbrugh și cu grădinile sale minunate proiectate de arhitectul peisagist Brown „Priceputul” (Lancelot Brown), este una dintre cele mai frumoase clădiri specifice arhitecturii aristocratice a secolului al XVIII-lea care au supraviețuit. Dar astăzi casei îi lipsește ceva – de fapt, îi lipsesc mai multe. În fiecare dintre alcovurile Salonului de Marmură eliptic, pe vremuri, era câte o statuie în stil roman. Șemineurile splendide în stil georgian din încăperile Apartamentului Seniorial au fost înlocuite cu niște imitații victoriene ieftine și meschine. Iar încăperile altădată pline de mobile dintre cele mai rafinate sunt acum goale. De ce? Răspunsul e simplu: casa a aparținut cândva celei mai distinse victime a

\* — Domnișoară Demolines, viața e întotdeauna nesigură.

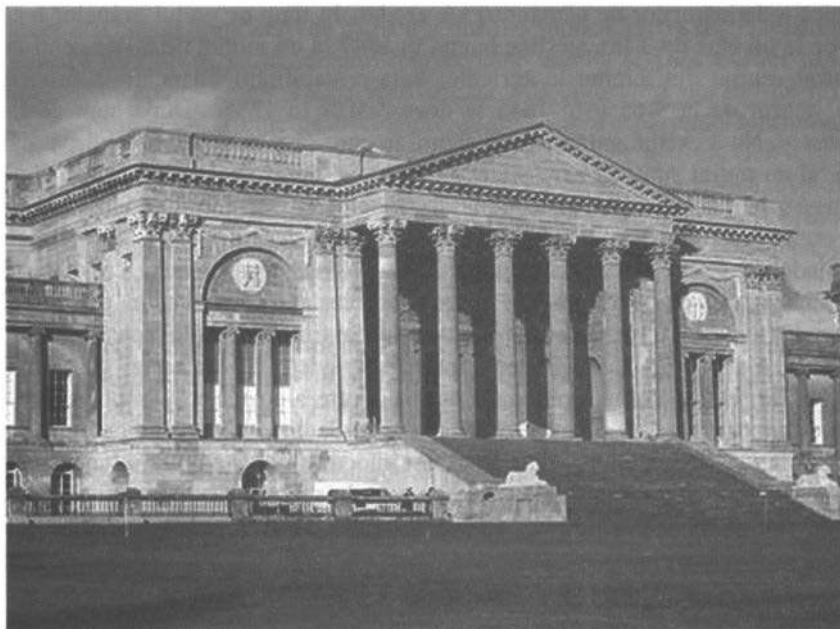
— Știu bine, râdeți de mine. Dar nu vi se pare, serios, că banii din City sunt întotdeauna amăgitori? Vin și dispar atât de repede.

— Cât privește faptul că dispar, eu cred că același lucru se întâmplă cu toți banii, spuse Johnny.

— Nu la fel se întâmplă cu pământul sau cu fondurile. Maman pune fiecare șiling pe o ipotecă de prima mână pentru pământ la patru la sută. Și ne simțim atât de în siguranță! Pământul nu fuge nicăieri” (cap. 25).

primului crah modern al proprietății, lui Richard Plantagenet Temple-Nugent-Brydges-Chandos-Grenville, al 6-lea viconte Cobham și al 2-lea duce de Buckingham.

Stowe a fost pe vremuri doar o parte a unui vast imperiu imobiliar dobândit de ducele de Buckingham și înaintașii săi, care au evoluat de la rangul de baron la cel de duce în intervalul a 125 de ani datorită unei combinații de patronaje politice și căsătorii strategice<sup>9</sup>. În fapt, ducele deținea în jur de 67.000 de acri de terenuri în Anglia, Irlanda și Jamaica. Părea o bază destul de solidă pentru felul său extravagant de viață. Cheltuia banii de parcă aveau să se demodeze : pe curtezane, pe copii ilegiti, cu procese împotriva executorilor socrului său, cumpărându-și titlul de membru al Ordinului Jartierei, cu acțiuni de împotrivire față de Marea Reformă și față de Abrogarea Legilor Cerealelor – deci pe orice socotea el că e de competența treptei sale sociale de duce al unui întreg imperiu și întruchipare a stăpânului de pământ. Se mândrea cu „rezistența față de orice măsură de natură a dăuna intereselor agriculturii, indiferent ce guvern ar avansa o astfel de măsură” Și, într-adevăr, a preferat să demisioneze din funcția de Lord al Sigiliului Privat al guvernului lui sir Robert Peel decât să sprijine Abrogarea Legilor Cerealelor<sup>10</sup>. În 1845, deci înainte de scăderea prețurilor la cereale de la mijlocul secolului, era aproape copleșit de datorii. Cu un venit brut anual de 72.000 de lire sterline, el cheltuia 109.140 de lire sterline pe an și acumulase datorii de 1.027.282 de lire sterline<sup>11</sup>. Mare parte din veniturile sale erau absorbite de plata dobânzilor (unele rate la credite ajungând chiar și la 15% pe an) și de primele pentru asigurare de viață care constituiau probabil speranța cea mai sigură a creditorilor că își vor vedea banii<sup>12</sup>. Dar mai trebuia să vină și o nebulie care să pună capăt tuturor.



Casa Stowe : grandoare aristocratică, ipotecată până la ultimul cui

Pentru pregătirea unei mult dorite vizite a reginei Victoria și a prințului Albert din ianuarie 1845, ducele a renovat Casa Stowe din temelii, înșesând-o cu tot ce însemna

ultima modă în privința mobilierului de lux. În baia regală erau întinse chiar și piei de tigru. Regina Victoria a remarcat înțepată: „Nici eu nu am astfel de splendori în castelele mele” Și de parcă nu ar fi fost destul, ducele a convocat întregul Regiment Yeomanry (pe cheltuiala sa) pentru a trage salve de artilerie în momentul în care regina și consortul ei păseau pe domeniul său. Patru sute de oameni de pe domeniul său erau aliniați călare pentru a-i întâmpina, ca și alte sute de țărani îmbrăcați în haine de sărbătoare, trei fanfare și detașamente speciale de poliție aduse de la Londra pentru această zi<sup>13</sup>. A fost ultima lovitură dată finanțelor ducelui. Pentru a evita ruina totală a familiei, marchizul de Chandos, fiul ducelui de Buckingham, a fost sfătuit să preia controlul averii tatălui său de îndată ce va ajunge la vârsta majoratului. După multe încleștări în instanțe, fiul a reușit să preia conducerea<sup>14</sup>. În august 1848, spre consternarea ducelui, tot ce exista în Casa Stowe a fost scos la mezat. Și falnica sa casă și-a deschis larg ușile prin care au dat buzna vânătorii de chilipiruri care au început să liciteze pentru farfurii, vinuri, porțelanuri, obiecte de artă și cărți rare, ca și cum (după cum spunea rânjind *The Economist*) ducele „ar fi fost un negustor falit de tacâmuri și veselă”<sup>15</sup>. Profitul net total al acestei licitații a fost de 75.000 de lire sterline. Nimic nu putea simboliza mai bine declinul aristocrației în noua epocă.

După ce a divorțat de îndelung înșelata și îndurerata sa soție din Scoția, a cărei garderobă a fost confiscată de oamenii șerifului din Londra, ducele a fost silit să se mute din Casa Stowe într-o casă cu chirie. Și și-a dus traiul de pe o zi pe alta în clubul său din Londra, Clubul Carlton, străduindu-se să scrie o serie de memorii, departe de a fi demne de încredere, continuând, incorigibil, să se țină de fustele actrițelor și ale soțiilor altora. Obişnuit pe vremuri să-și depășească nelimitat posibilitățile, acum bombănea amărât că fiul său îi oferea „cu zgârcenie, ca să-mi onorez rangul, venitul unui ofițer care nu mai are nimic în afară de soldă cu care să-și achite cheltuielile”<sup>16</sup>. Și fiul

în ceasuri de deznădejde și-a alungat în lume tatăl, neglijat, urgisit și persecutat... După ce a pus mâna pe averea și domeniul său, și le-a însușit în dauna tatălui său, împotriva oricărui principiu de onoare și dreptate și... a ajuns să se uite la dezonoarea și înjosirea tatălui său<sup>17</sup>

Și se plânga tuturor celor de la Carlton care stăteau să-l asculte că „mă vedeți acum otrăvit și jefuit”<sup>18</sup>. Când în cele din urmă a murit, în 1861, se afla la Hotelul Great Western, din stația de cale ferată Paddington, pe cheltuiala fiului său. În mod simbolic, chibzuitul său fiu era în acel moment președinte al Companiei de Căi Ferate Londra-Northwestern<sup>19</sup>. Se pare că în noua lume modernă, o slujbă sigură însemna mai mult decât un titlu de noblete moștenit, indiferent câți acri de pământ ai fi avut.

Căderea ducelui de Buckingham a prevestit o nouă epocă, democratică. Reformele electorale din 1832, 1867 și 1884 au erodat ce mai rămăsese din citadela aristocrată în politica britanică. La sfârșitul secolului al XIX-lea, dacă plăteai 10 lire sterline chirie pe an era suficient ca să ai drept de vot, ca și cum ai fi câștigat anual 10 lire sterline venit din proprietate. Acum electoratul ajunsese la 5,5 milioane de alegători – 40% din bărbații majori. În 1918 a fost înlăturată și această ultimă condiție, iar după 1928, toți adulții, bărbați sau femei, au dobândit drept de vot. Dar odată cu instituirea votului universal nu a însemnat că și șansa de a avea o proprietate era universală. Dimpotrivă: în 1938, mai puțin de o treime din locuințele din Marea Britanie erau deținute de cei care le ocupau. Iar adevărata democrație imobiliară avea să apară de cealaltă parte a Atlanticului. Și se va naște din cea mai severă criză financiară cunoscută vreodată.



Trei generații de aristocrați :  
(stânga-sus) Richard Grenville, primul  
duce de Buckingham  
(dreapta-sus) Richard Grenville,  
al 2-lea duce de Buckingham  
(stânga-jos) Richard Grenville, al 3-lea  
duce de Buckingham

## Democrația imobiliară

Pentru un englez, casa lui e citadela lui, sau cel puțin așa se spune. Și americanii cunosc vorbele astea (după cum spune Dorothy în *Vrăjitorul din Oz*) – nicăieri nu-i ca acasă, chiar dacă aproape toate casele arată la fel. Dar originile modelului anglo-american al locuinței familiei bine echipate rezidă atât în domeniul politicii guvernamentale, cât și în domeniul cultural. Dacă vechiul sistem bazat pe elita proprietarilor era în esență britanic, democrația imobiliară a fost creată în America.

Înainte de anii 1930, doar puțin peste două cincimi dintre americani erau și proprietari locuințelor în care trăiau. Dacă nu erai fermier, ipoteca era o excepție, și nu regula. Și cei câțiva care împrumutaseră bani pentru a-și cumpăra casa în anii 1920 s-au trezit în fața unor dificultăți mari când a venit Marea Depresiune, mai ales când capul familiei era printre milioanele de oameni care și-au pierdut slujbele și veniturile. Ipotecile erau pe termen scurt, de obicei pe trei până la cinci ani, și nu erau amortizate. Cu alte cuvinte, oamenii plăteau dobânzi la credit, dar nu și suma pe care o împrumutaseră (capitalul de bază) până la încheierea termenului împrumutului, așa încât la urmă se trezeau în fața unei datorii umflate care trebuia plătită la final. Diferența medie (spreadul) dintre rata ipotecii și randamentul obligațiunilor unor corporații de vârf era de două puncte procentuale în cursul anilor 1920, în comparație cu jumătate de punct (cincizeci de puncte de bază) din ultimii douăzeci de ani. Existau și variații regionale substanțiale în privința ratelor ipotecii<sup>20</sup>. Când economia a luat-o primejdios la vale, unii creditori au refuzat pur și simplu să le reînnoiască. În 1932 și 1933 au fost peste jumătate de milion de executări silită. La mijlocul lui 1933, peste o mie de ipoteci au fost executate silit în fiecare zi. Prețul locuințelor a scăzut cu peste o cincime<sup>21</sup>. Industria construcțiilor a intrat în colaps, demonstrând (ca în toate cazurile de recesiune din secolul XX) în ce măsură economia de ansamblu a Statelor Unite se baza pe investițiile din domeniul imobiliar ca motor al creșterii<sup>22</sup>. Deși efectele crizei au fost probabil mai devastatoare la țară, unde prețul terenurilor a scăzut sub jumătate față de perioada de vârf din 1920, nici soarta orașelor americane nu a fost mai roz. Chiar și chiriașii se chinuiau să-și plătească chiria, în condițiile în care nu se bazau decât pe ajutorul de șomaj. În Detroit, de exemplu, industria de automobile nu folosea decât jumătate din numărul muncitorilor pe care-i avea în 1929, și aceștia cu jumătate de salariu. Astăzi ne este greu să ne imaginăm dimensiunile Marii Depresiuni: suferințele și șomajul aproape generalizat, umilințele blidului de supă de la cantinele săracilor, bejenia disperată în căutarea unui loc de muncă inexistent. În 1932, cei rămași pe drumuri din cauza crizei au simțit că le ajunsese cuțitul la os.

Pe 7 martie 1932, cinci mii de șomeri dați afară de la Compania Ford Motor au mărșăluit prin centrul orașului Detroit cerând ajutor. Când mulțimea neînarmată a ajuns la Poarta 4 a uzinei companiei River Rouge din Dearborn, au izbucnit tulburările. Porțile fabricii s-au deschis brusc și un grup de polițiști înarmați și oameni de la pază s-au repezit și au tras în mulțime. Cinci muncitori au fost uciși. Câteva zile mai târziu, 60.000 de oameni cântau *Internaționala* la funeraliile celor uciși. Ziarul Partidului Comunist îl acuza pe Edsel Ford, fiul lui Henry, fondatorul companiei, că a permis masacrul: „Tocmai tu, patron al artelor, stâlp al Bisericii Episcopale, stăteai pe pasarela de la Uzina Rouge și te uitai cum sunt uciși muncitorii. Nu ai mișcat un deget ca să împiedici masacrul” Se putea oare face ceva pentru a dezamorsa ceea ce începea să aducă a situație revoluționară?

Ca un gest remarcabil de reconciliere, Edsel Ford s-a adresat pictorului mexican Diego Rivera, care fusese invitat de Institutul de Arte din Detroit să picteze o frescă pentru a ilustra economia orașului Detroit ca un loc al cooperării, și nu al luptei de clasă. Și locul ales pentru frescă a fost imensul hol Garden Court, un spațiu care l-a atras pe Rivera în așa măsură încât a propus să picteze nu doar două fresce, cum i s-a sugerat inițial, ci douăzeci și șapte. Impresionat de schițele preliminare, Ford a fost de acord cu întregul plan, la un preț de aproximativ 25.000 de dolari. Lucrarea a început în mai 1932, la două luni de la confruntarea de la uzinele River Rouge, iar în martie 1933 Rivera a încheiat-o. Ford știa bine că Rivera era comunist (deși era un troțkist neortodox dat afară din Partidul Comunist Mexican)<sup>23</sup> Idealul său era o societate în care să nu existe proprietate privată ; în care mijloacele de producție să fie în proprietate comună. În opinia lui Rivera, uzinele River Rouge ale lui Ford reprezentau exact contrariul : o societate capitalistă în care muncitorii munceau, iar proprietarii, care adunau roadele eforturilor acestora, stăteau și se uitau. Rivera a căutat să exploateze și deosebirile rasiale care reprezentau o trăsătură izbitoare a orașului Detroit, dând elementelor necesare pentru producerea oțelului trăsături antropomorfe. După cum explică el însuși alegoria :

Rasa galbenă reprezintă nisipul, acesta fiind cel mai numeros. Rasa roșie, prima sosită în această țară, e precum minereul de fier, primul element necesar producerii oțelului. Rasa neagră e precum cărbunele, pentru că are un simț estetic înăscut, o veritabilă flacără de sentimente și frumusețe în vechea sculptură, ritmul și muzica sa înăscută. Astfel simțul său estetic e precum focul, iar truda sa dă tăria pe care carbonul din cărbune o împrumută oțelului. Iar rasa albă e varul, nu numai pentru că acesta e și el alb, ci pentru că varul este agentul organizator în producerea oțelului. El leagă laolaltă toate celelalte elemente și, în felul ăsta, vedem rasa albă ca marele organizator al lumii.



Marș al foamei în Detroit, martie 1932



Poliția folosește gaze lacrimogene împotriva demonstrațiilor



Protest sub sloganul „Zdrobiți teroarea poliției lui Ford-Murphy” după moartea a cinci demonstrați

În 1933, când au fost dezvelite frescele, mai-marii orașului au fost cutremurați. După cum remarcă dr. George H. Derry, președintele Colegiului Marygrove :

Senor Rivera i-a făcut o farsă cumplită angajatorului său capitalist, Edsel Ford. Rivera a fost angajat să simbolizeze orașul Detroit, iar el le-a pus în brațe domnului Ford și muzeului un manifest comunist. Primul panou care îți sare în ochi când intri în încăpere este cel al motivelor comuniste care animă și explică întregul ansamblu. Oare femeile din Detroit se vor simți flatate când vor descoperi că sunt întruchipate de femeia aceea cu chip împietrit, masculin, lipsit de feminitate, care imploră ajutor și speranță de la sora sa cu trăsături asiatice, languroasă și grosolan senzuală aflată în cealaltă parte a panoului ?<sup>24</sup>

Unul dintre consilierii municipali susținea că dacă pereții erau acum dați cu var ar fi fost prea puțin, pentru că în viitor varul putea fi spălat. El voia să fie înlăturată cu totul lucrarea lui Rivera, aceasta fiind „o caricatură a spiritului orașului Detroit”. Și cam același lucru avea să i se întâmple lui Rivera și cu următoarea lucrare – decorarea pereților Centrului Rockefeller din New York, comandată de John D. Rockefeller Jr. –, după ce artistul a insistat să includă un portret al lui Lenin și lozinci comuniste precum „Jos războaiele imperialiste !”, „Proletari, uniți-vă !” și, cea mai șocantă dintre toate, „Desființați banii !”. Și toate aceste lozinci urmau a fi purtate de demonștrânți mărșăluind chiar pe Wall Street. Scandalizat, Rockefeller a ordonat distrugerea lucrării.

E minunată puterea artei. Dar s-a înțeles limpede că era nevoie de ceva mai puternic decât arta pentru a da coeziune unei societăți pe care criza economică o despicase în două. Multe alte țări au fost împinse spre un totalitarism extrem. Dar în Statele Unite răspunsul a fost așa-numitul New Deal. În timpul primului mandat al administrației președintelui Franklin D. Roosevelt s-a înregistrat o proliferare a unor noi agenții guvernamentale federale și inițiative menite să stimuleze încrederea în economia blocată a Statelor Unite. În valul de acronime născute din inițialele New Deal, e foarte ușor să trecem cu vederea faptul că cea mai de succes și mai trainică componentă pe care-o oferea *noul contract* era cea referitoare la locuințe. Prin modificarea radicală a măsurilor în vederea oferirii unor șanse ca americanii să poată avea o locuință proprie, administrația Roosevelt a fost inițiatora ideii de democrație imobiliară. S-a dovedit a fi antidotul perfect în fața revoluției roșii.

Dintr-o anumită perspectivă, New Deal a fost o încercare a guvernului de a interveni acolo unde piața înregistrase un eșec. Dintre partizanii New Deal, unii au sporit măsurile pentru construirea locuințelor de stat, model care a fost adoptat de majoritatea țărilor europene. Într-adevăr, Administrația Lucrărilor Publice a cheltuit aproape 15 % din bugetul său pentru construirea de locuințe ieftine și eradicarea mahalalelor. Dar de mult mai mare importanță au fost măsurile administrației Roosevelt de salvare a pieței ipotecare care se scufunda rapid. O nouă Corporație de Credit pentru Locuințe a intervenit pentru refinanțarea ipotecilor pe termen lung, până la cincisprezece ani. Încă din 1932 luase ființă un Birou Federal de Credit Bancar pentru Locuințe în vederea supravegherii și încurajării creditorilor ipotecari din țară cunoscuți sub numele de asociațiile Savings and Loan (Economisire și Creditare, sau *chibzuții*) sau asociațiile de fonduri mutuale precum societățile de construcții britanice, care primeau depozite și creditau cumpărătorii de locuințe. Roosevelt a introdus și sistemul de garantare federală a depozitelor pentru a-i asigura pe deponenții ce fuseseră traumatizați de falimentele băncilor din ultimii trei ani. Ideea era că investițiile în ipoteci erau mai sigure decât locuințele, pentru că, dacă debitorii nu plăteau, guvernul avea să-i despăgubească pe deponenți<sup>25</sup> Teoretic, asociațiile Savings and Loan nu ar fi putut fi luate cu asalt de deponenți așa cum se întâmpla cu banca aparținând familiei Bailey –



Bailey Building & Loan – din clasicul film al lui Frank Capra din 1946 *O viață minunată*, pe care George Bailey (interpretat de Jimmy Stewart) se chinuia să o mențină pe linia de plutire. „Știi, George, îi spune tatăl său, cred că și noi, cu mijloacele noastre modeste, facem un lucru important. Noi satisfacem o nevoie fundamentală. E adânc înrădăcinată în rasa umană nevoia de a avea acoperișul tău deasupra capului, să ai vatra ta, iar noi ajutăm omul să-și dobândească aceste lucruri din biroul ăsta amărât.” George îi înțelege mesajul și încearcă pătimaș să i-l explice, după moartea tatălui său, lui Potter, proprietarul unor imobile de mahala :

[Tatăl meu] nu s-a gândit niciodată doar la el... Și i-a ajutat pe câțiva oameni să scape din mahalaua dumitale, domnule Potter. Și ce-i rău în asta? În felul acesta nu au ajuns mai buni cetățeni? Nu au ajuns ei și niște clienți mai buni? Spuneai... că trebuie să aibă răbdare și să adune ban cu ban înainte să se gândească măcar că vor avea vreodată casa lor. Să aștepte! Să aștepte ce? Până când copiii lor vor ajunge mari și-i vor părăsi? Până vor ajunge atât de bătrâni și dărămați încât... Știi cam câtă vreme îi trebuie unui muncitor să adune cinci mii de dolari? Domnule Potter, acești amărâți despre care vorbești... ei sunt cei care trudes cel mai mult, ei sunt cei care plătesc și viețuiesc și mor în comunitatea asta. Ei bine, e prea mult să-i ajutăm să muncească, să plătească, să trăiască și să moară într-o casă decentă cu două camere și o baie?



*O viață minunată*: filmul lui Frank Capra evidențiază virtuțile unui „chivernisit” local, sau alegoria Savings and Loan, cu Jimmy Stewart în rolul îndrăgितului bancher ipotecar

Această afirmare radicală a capacității de a avea o casă proprietatea ta era ceva nou. Dar ceea ce a însemnat o schimbare categorică pentru americanii dornici să-și cumpere o casă a fost implicarea Administrației Federale a Locuințelor (FHA), care s-a străduit să încurajeze creditarea masivă (până la 80% din valoarea locuinței), pe termen lung (douăzeci de ani), pe deplin amortizată și cu dobânzi mici, prin oferirea de garanții

federale pentru creditorii ipotecari. Aceste măsuri au făcut mai mult decât să dezmoștească piața ipotecară – au reinventat-o. Prin standardizarea împrumuturilor ipotecare pe termen lung și crearea unui sistem național de inspecții și evaluări oficiale, FHA a pus bazele unei piețe naționale secundare. Această piață s-a născut în 1938, când o nouă Asociație Federală Ipotecară Națională – poreclită Fannie Mae – a fost autorizată să emită obligațiuni și să întreprindă acțiuni pentru cumpărarea de ipoteci de la agențiile locale ale Savings and Loan, a căror activitate era acum îngrădită de reglementări privind atât aria geografică (nu puteau oferi credite decât pe o rază de cincizeci de mile de la sediul birourilor lor), cât și dobânzile pe care le puteau oferi deponenților (așa-numita Reglementare Q, care impunea un plafon redus). Întrucât aceste modificări impuneau o reducere a ratei medii lunare a plăților la creditul imobiliar, FHA a creat premisele pentru ca mult mai mulți americani să aibă acces la cumpărarea unei case. Și, într-adevăr, nu e prea mult dacă spunem că peisajul modern al Statelor Unite, cu suburbiile sale seducător de asemănătoare, s-a născut atunci.

Începând cu anii 1930, guvernul Statelor Unite a garantat piața ipotecară, încurajându-i atât pe creditori, cât și pe debitori. Aceasta a făcut să crească exponențial proprietatea privată, dar și datoria ipotecară, după al Doilea Război Mondial, făcând ca procentul celor care dețin o locuință să crească de la 40% la 60% în 1960. Dar exista și un hop. Nu oricine în societatea americană era îndreptățit să fie proprietar de locuință.

În 1941, un dezvoltator imobiliar a construit un zid de aproape doi metri drept prin mijlocul districtului 8 Mile din Detroit. A fost nevoit să-l construiască pentru a se califica pentru primirea unui credit ipotecar de la Administrația Federală a Locuințelor. Împrumutul urma să fie acordat pentru construcția de locuințe numai în partea zidului unde rezidenții erau mai ales albi. În zona cu populație predominant de culoare nu se acordau împrumuturi federale, pentru că negrii erau socotiți a nu fi de încredere<sup>26</sup>. Și această măsură era doar o parte a sistemului ce împărțea orașul în două, teoretic din punctul de vedere al garanției creditării, în practică pe considerente rasiale. Cu alte cuvinte, segregatia rasială nu era ceva accidental, ci un rezultat direct al politicii guvernamentale. Harta conducerii Băncii Federale de Credit pentru Locuințe indica zonele din Detroit cu populație predominant de culoare – Lower East Side și așa-numitele colonii din West Side și 8 Mile –, care erau marcate cu litera D și colorate în roșu. Zonele marcate cu literele A, B, sau C erau populate în majoritate de albi. Această deosebire explică de ce practica acordării unui rating de credit negativ unor zone întregi ajunsese să fie cunoscută sub numele de *redlining* (discriminare financiară)<sup>27</sup>. Drept urmare, când cei din zonele D doreau să ia un credit ipotecar, de obicei plăteau o rată a dobânzii mult mai mare decât cei din zonele A sau C. În anii 1950, unu din cinci debitori negri de credite ipotecare plăteau 8% sau mai mult, în vreme ce nici un alb nu plătea mai mult de 7%<sup>28</sup>. Aceasta era dimensiunea financiară ascunsă a luptei pentru drepturi civile.

Detroit a fost sediul unor antreprenori negri de succes precum Berry Gordy, fondatorul casei de discuri Motown, care a înregistrat cel mai mare succes – foarte nimerit – cu *Money, That's What I Want* al lui Barrett Strong, în 1961. Alte stele ale studioului de înregistrări Motown, precum Aretha Franklin și Marvin Gaye, locuiesc încă în Detroit. Cu toate acestea, pe tot parcursul anilor 1960 a dăinuit prejudecata că acele cartiere de negri aveau un risc crescut de creditare. Tulburările izbucnite pe 12th Street din Detroit pe 23 iulie 1967 au avut la bază revolta față de discriminarea economică. În cele cinci zile de tulburări, după ce poliția a făcut o descindere într-un bar clandestin (în argou,

„blind pig”), patruzeci și trei de oameni au fost uciși, 467 răniți, peste 7.200 arestați și aproape 3.000 de locuințe au fost jefuite sau incendiate – simbol devastator al respingerii de către democrația imobiliară a populației de culoare, negrii fiind socotiți drept cetățeni de mână a doua<sup>29</sup> Chiar și astăzi se mai văd zone rămase în paragină în urma revoltelor de atunci. A fost nevoie de intervenția armatei, cu tancuri și mitraliere, pentru a înăbuși ceea ce oficial s-a recunoscut a fi o insurecție.

În anii 1930, amenințarea violențelor a determinat o reacție politică. În urma legislației privind drepturile civile din anii 1960 s-au făcut noi pași spre lărgirea accesului la dobândirea unei locuințe în proprietate. În 1968, Fannie Mae a fost împărțită în două: Asociația Națională Guvernamentală Ipotecară (Ginnie Mae), care urma să aibă grijă de debitori mai săraci, cum ar fi veteranii din armată, și Fannie Mae, cu un nou statut de funcționare, devenită acum o întreprindere privată sponsorizată de stat (GSE), căreia i s-a dat dreptul de a cumpăra credite ipotecare obișnuite, ca și din cele garantate de stat. Doi ani mai târziu, pentru a introduce oarece competiție pe această piață secundară, a fost înființată și Corporația Federală Ipotecară de Credit pentru Locuințe (Freddie Mac). Efectul a fost acela că piața secundară a creditelor ipotecare s-a lărgit din nou și, cel puțin teoretic, măsura era menită să reducă rata dobânzilor la creditele ipotecare. Nu e nevoie să subliniem faptul că discriminarea financiară bazată pe criterii rasiale nu a dispărut peste noapte, dar a devenit o infracțiune federală<sup>30</sup> Într-adevăr, odată cu Legea Reinvestițiilor Comunitare din 1977, băncile americane au fost obligate în mod legal să crediteze minoritățile mai sărace. Iar acum, cu piața imobiliară americană garantată de ceea ce părea a fi o versiune financiară a grupului The Mamas & the Papas – Fannie, Ginnie & Freddie –, vântul politic se anunța favorabil democrației imobiliare. Cei care conduceau Savings and Loan puteau acum să se bazeze pe confortabila regulă 3-6-3 – 3% la depozite, 6% la credite și la ora 3 după-amiază, în fiecare zi, pe terenul de golf.

Rata achizițiilor de locuințe în Anglia evolua mai încet față de reprezentarea populației de pe celălalt mal al Atlanticului. În Marea Britanie de după război, opinia tradițională în rândul politicianilor conservatori și laburiști era aceea că statul trebuia să ofere sau cel puțin să subvenționeze construcția de locuințe pentru clasa muncitoare. Într-adevăr, Harold Macmillan a încercat să-i depășească pe laburiști promițând un număr de 300.000, mai apoi 400.000 de noi locuințe pe an. Între 1959 și 1964, cam o treime din locuințele noi au fost construite de consiliile locale, ajungând la jumătate în cei șase ani ulteriori de guvernare laburistă. Blocurile-turn de locuințe, urâte și nefuncționale, care schimonosesc astăzi cele mai multe dintre orașele britanice pot fi puse pe seama ambelor partide. Singura diferență reală dintre dreapta și stânga politică a fost promptitudinea conservatorilor de a liberaliza piața privată de închirieri, în speranța de a-i încuraja pe proprietarii privați, și determinarea la fel de hotărâtă a laburiștilor de a reimpune controlul asupra chiriilor și de a condamna „rachmanismul” (atitudinea exploatare a proprietarilor), exemplificat de Peter Rachman, care folosea intimidarea pentru a-i evacua pe locatarii din locuințele supuse controlului chiriilor, înlocuindu-i cu imigranți din vestul Indiei, care erau obligați să plătească chirii la prețul pieței<sup>31</sup> Încă și mai târziu, în 1971, mai puțin de jumătate dintre britanici locuiau în case pe care le aveau în proprietate.

În Statele Unite, unde casele proprietate de stat n-au fost niciodată într-un număr foarte mare, plata dobânzii ipotecare se putea deduce întotdeauna la calculul impozitelor, de la stabilirea impozitului federal pe venit în 1913<sup>32</sup>. După cum sublinia Ronald Reagan atunci când a fost atacată această scutire de impozit, reducerea dobânzii ipotecare a fost „parte

a visului american”<sup>\*</sup> Această măsură a avut un rol mult mai scăzut în Marea Britanie până în 1983, când un guvern conservator mai radical condus de Margaret Thatcher, a introdus Deducerea la Sursă a Dobânzii Ipotecare (MIRAS) pentru primele 30.000 de lire sterline pentru o ipotecă garantată. Când Nigel Lawson, ministru al Trezoreriei din guvernul ei, a încercat să limiteze deducerea (astfel încât mai mulți debitori să nu poată beneficia de deducere pentru aceeași proprietate), imediat „s-a izbit de hotărârea de neclintit a lui Margaret [Thatcher] de a menține deducerea dobânzii ipotecare”<sup>33</sup> Iar MIRAS nu a fost singura modalitate prin care Thatcher a încercat să încurajeze proprietatea asupra locuinței. Prin măsurile luate de a vinde casele deținute de consilii la preț redus unui număr de un milion și jumătate de doritori din familiile de muncitori, ea a făcut în așa fel încât tot mai mulți bărbați și femei din Anglia să aibă casa lor. Rezultatul a fost un salt al procentului celor care dețin casa în care stau de la 54% în 1981 la 67% zece ani mai târziu. Iar numărul locuințelor proprietate personală a crescut de la numai 11 milioane în 1980 la mai bine de 17 milioane în prezent<sup>34</sup>

Până în anii 1980, măsurile guvernamentale de stimulare a vânzării și cumpărării de imobiliare au avut rost pentru locuințele obișnuite. Într-adevăr, tendința ratei inflației de a depăși rata dobânzilor la sfârșitul anilor 1960 și în anii 1970 le-a oferit debitorilor o șansă de câștig, având în vedere că valoarea reală a datoriei și a dobânzii a scăzut. În vreme ce americanii care cumpărau case la mijlocul anilor 1970 anticipau o rată a inflației de cel puțin 12% până în 1980, firmele de credit ipotecar ofereau rate fixe la împrumut de 9% sau chiar mai puțin<sup>35</sup> O vreme, creditorii îi plăteau efectiv pe oameni să împrumute bani de la ei. Între timp, prețul caselor a crescut în mare de trei ori între 1963 și 1979, în vreme ce prețurile bunurilor de consum au crescut cu doar 2,5%. Dar doctoria avea și o parte amară. Aceleași guverne care își declaraseră încrederea în „democrația imobiliară” s-au răzgândit și au început să se închine la stabilitatea prețurilor sau cel puțin la o rată mai redusă a inflației. Pentru aceasta trebuiau crescute ratele dobânzilor. Consecința la care nu s-a gândit nimeni a fost o perioadă a celor mai răsunătoare boomuri și falimente din istoria pieței imobiliare.

## De la S&L la credite ipotecare neperformante

Să facem o plimbare pe Interstate 30 de la Dallas, Texas, și nu se poate să nu vedem kilometri întregi de clădiri și complexe rezidențiale construite pe jumătate. Existența lor e una dintre ultimele urme vizibile ale unora dintre cele mai mari scandaluri financiare din istoria Statelor Unite, o escrocherie care a reprezentat o bătaie de joc la adresa întregii idei de proprietate imobiliară ca investiție sigură. Ceea ce urmează nu e atât povestea imobiliarelor realiste, cât a imobiliarelor suprealiste.

Asociațiile Savings and Loan (S&L) – versiunea americană a societăților de construcție britanice – au fost fundația pe care a ajuns să se sprijine democrația imobiliară din America. Aceste asociații erau proprietatea deponenților și erau în același timp protejate, dar și supuse unor constrângeri impuse de cadrul unor legislații guvernamentale<sup>36</sup>. Depozitele de până la 40.000 de dolari erau asigurate de stat pentru o primă de numai 0,083% din totalul depozitelor. Pe de altă parte, aceste asociații puteau acorda împrumuturi doar unor debitori aflați pe o rază de 50 de mile de la sediul central al asociației. Iar din 1966, potrivit Reglementării Q, exista un plafon de 5,5% pentru rata dobânzilor la

\* Astăzi, în jur de 37 de milioane de americani, individuali sau în cupluri, cer deducerea pentru ipotecă de până la un milion de dolari, ceea ce pentru Trezoreria Statelor Unite înseamnă un cost de 76 miliarde de dolari.

depozite, cu 0,25% mai mult față de cât le era îngăduit băncilor să plătească. Spre sfârșitul anilor 1970, acest sector adormit a fost lovit mai întâi de o inflație de două cifre – care a ajuns la 13,3% în 1979 –, apoi de creșterea abruptă a dobânzilor când noul președinte al Rezervelor Federale, Paul Volcker, a încercat să oprească spirala prețuri-salarii prin încetinirea creșterii masei monetare. Această dublă lovitură a fost mortală. S&L au început simultan să piardă bani la creditele ipotecare pe termen lung cu dobândă fixă, din pricina inflației, dar și din cauza unei hemoragii financiare a depozitelor care au migrat spre fonduri cu dobânzi mai mari. Reacția de la Washington a administrațiilor Carter și Reagan a fost încercarea de a salva întregul sector prin scutiri de impozit și înlăturarea restricțiilor\*, în speranța că forțele pieței vor rezolva problema<sup>37</sup>. După ce a fost votată noua legislație, președintele Reagan declara: „La urma urmei, cred că am tras lozul cel mare”<sup>38</sup>. Unii, cu siguranță, da.

Pe de o parte, asociațiile S&L puteau acum să-și investească banii în orice voiau, nu numai în credite ipotecare pe termen lung. Era permis orice: proprietăți comerciale, acțiuni, obligațiuni nesigure. Puteau să emită chiar și cărți de credit. Pe de altă parte, puteau oferi orice dobândă la depozite, după cum le era voia. Și totuși, depozitele lor erau deocamdată asigurate efectiv, acoperirea cea mai mare având-o cele între 40.000 și 100.000 de dolari. Și, ca și cum depozitele obișnuite nu erau suficiente, S&L puteau accesa bani și sub forma unor depozite brokerate – consolidate prin multiple alte depozite mai mici – de samsari care apoi le vindeau sub forma unor certificate de depozit „jumbo” de 100.000 de dolari<sup>39</sup>. Dintr-odată, cei care conduceau Savings and Loan nu mai aveau nimic de pierdut – o situație limpede pe care economiștii o numesc hazard moral<sup>40</sup>. Ceea ce s-a întâmplat după aceea ilustrează perfect preceptul financiar enunțat de William Crawford, șeful Departamentului de Economie și Împrumuturi din California: „Cea mai eficientă modalitate de a jefui o bancă este să fii proprietarul ei”<sup>41</sup>. Unele asociații S&L au riscat banii deponenților în proiecte foarte dubioase. Mulți chiar au delapidat depozitele, de parcă liberalizarea însemna că legea pentru ei nu se mai aplică. Și aceste practici n-au fost nicăieri mai frecvente ca în Texas.

Când nu răcneau cum le era felul ca la fermele Southfork, cowboy-i proprietari din Dallas aveau chef să facă afaceri la restaurantul Wise Circle Grill<sup>42</sup>. Printre clienții obișnuți care se bucurau aici de un mic dejun târziu se numărau Don Dixon, a cărui filială S&L din Vernon era poreclită Vermina de către cei de la autoritatea de reglementare<sup>43</sup>, Ed McBirney de la Sunbelt („Gunbelt”)\*\* și Tyrell Barker, patron și director executiv la State Savings and Loan, care obișnuia să le spună dezvoltatorilor imobiliari: „Voi veniți cu mocirla aia de teren, eu vin cu banii”<sup>44</sup>. Unul dintre indivizii care au venit și cu mocirla de teren, și cu banii a fost Mario Renda, broker din New York, de la Teamsters Union, despre care se spune că folosea Savings and Loan pentru a spăla banii mafiei. Când avea nevoie de bani gheață, dădea un anunț în *New York Times*:

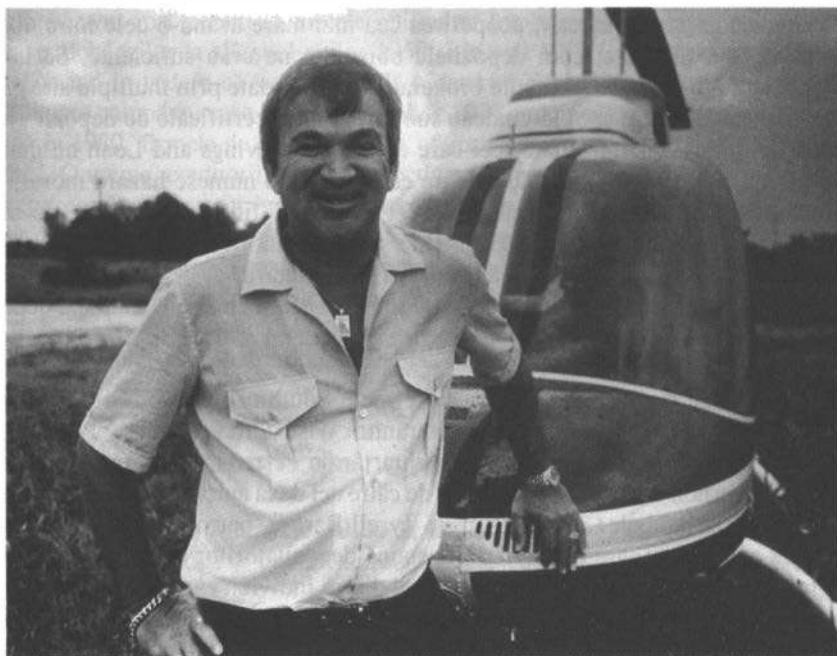
#### BANI DE DEPOZIT: OBSTACOLE DE CREDITARE ÎNLĂTURATE PRIN DEPUNERE DE FONDURI LA BANCA LOCALĂ: O NOUĂ ABORDARE GARANTATĂ DE FINANȚARE<sup>45</sup>

Și dacă ai de gând să ridici un imperiu imobiliar, de ce nu spui? Pentru un grup de dezvoltatori din Dallas, Empire Savings and Loan a reprezentat șansa perfectă de a face

\* Principalele legi au fost Legea privind controlul monetar și liberalizarea operațiunilor instituțiilor bancare din 1980 și Legea Garn-St Germain privind instituțiile de depozitare din 1982.

\*\* Joc de cuvinte: *sunbelt* – zonă de stațiuni litorale în general, și *gunbelt* – centură pentru revolvere, tipică în Texas (n.tr.).

o avere pur și simplu din nimic – sau mai degrabă din întinderea texană. Suprarealismul a început când președintele de la Empire, Spencer H. Blain Jr., s-a înhăitat cu James Toler, primarul orașului Garland, și un infatuat repetent de liceu devenit dezvoltator imobiliar pe nume Danny Faulkner, a cărui specialitate era extravaganta generozitate pe banii altora. Banii de care era vorba proveneau din depozite brokerate, pentru care Empire plătea niște dobânzi ispititor de mari. Faulkner Point, din apropierea mohorâtului lac artificial cunoscut sub numele de Ray Hubbard, la douăzeci de mile est de Dallas, era primul avanpost al unui imperiu imobiliar care mai apoi va cuprinde Faulkner Circle, Faulkner Creek, Faulkner Oaks – chiar și Faulkner Fountains. Șmecheria favorită a lui Faulkner era „învârteala”, prin care dobândeă o bucată de teren pe mai nimic, pe care apoi o vindea cu un preț mult umflat investitorilor, care împrumutau bani de la Empire Savings and Loan. Una dintre aceste parcele de teren a fost cumpărată de Faulkner cu 3 milioane de dolari și a vândut-o câteva zile mai târziu cu 47 de milioane de dolari. Danny Faulkner pretindea că nu știa să citească, dar cu siguranță știa să numere.



Maestrul „învârtelilor” imobiliare : Danny Faulkner și elicopterul său

Prin 1984, inițiativele dezvoltatorilor din Dallas scăpaseră de sub control. De-a lungul autostrăzii 30, pe mile întregi, apăreau noi complexe rezidențiale. Imaginea de perspectivă a orașului a fost transformată de ceea ce oamenii locului au numit clădiri de birouri „transparente” – transparente pentru că cele mai multe erau goale. Dar construcțiile au continuat mai departe, plătite din depozite asigurate de guvernul federal, depozite care se duceau drept în buzunarele dezvoltatorilor. Cel puțin pe hârtie, activele de la Empire au crescut de la 12 milioane de dolari la 257 de milioane de dolari în doar doi ani de zile. În ianuarie 1984 ajunseseră la 309 milioane de dolari. Mulți investitori nici n-au apucat să-și vadă mai îndeaproape proprietățile cumpărate; Faulkner îi plimba pur și simplu cu elicopterul său pe deasupra, dar fără să aterizeze. Toată lumea făcea bani, ca

să nu mai vorbim de evaluatori, de investitorii din rândul vedetelor sportive și de cei de la autoritatea de reglementare; și toți se mândreau – Faulkner cu Learjetul său de 4 milioane de dolari, Toler cu Rolls-Royce-ul său alb, Blain cu Rolexul de 4.000 de dolari. Bărbații purtau numai brățări din aur, iar nevestele lor haine de blană<sup>46</sup>. Unul dintre cei implicați chiar declara: „Era ca o mașină de făcut bani, și toți banii se duceau unde avea chef Danny. Dacă Danny poftea un nou avion cu reacție, ne apucam de o nouă afacere cu un teren. Dacă Danny voia să cumpere o nouă fermă, puneam de o altă afacere. Danny le învârtea pe toate pentru Danny, până în cel mai mic amănunt”<sup>47</sup>. Se presupune că linia dintre zgârcenie și hoție e foarte lată. Însă Faulkner & Co a redus-o la dimensiunea unui fir de păr.

Problema era că cererea de apartamente rezidențiale pe Interstate 30 nu putea ține pasul cu oferta generoasă confecționată de Faulkner, Blain și acoliții lor. La începutul anilor 1980, gluma preferată a agenților imobiliari era că diferența dintre o boală venerică și apartamentele rezidențiale era aceea că de prima puteai scăpa. În plus, nepotrivirea dintre activele și obligațiile financiare ale celor mai multe asociații Savings and Loan ajunsese să arate dezastruos, în vreme ce continuau să acorde credite pe termen lung (insiderilor) folosindu-se de bani împrumutați pe termen scurt (de la outsideri). Când cei de la autoritățile de reglementare s-au decis, în cele din urmă, să acționeze, toate aceste realități n-au mai putut fi ignorate. Pe 14 martie 1984, Edwin J. Gray, pe atunci președinte al Consiliul Federal al Băncilor pentru Împrumuturi Ipotecare Rezidențiale, a dispus închiderea băncii Empire. Pentru Corporația Federală de Asigurare a Investițiilor de Economii și Împrumuturi (FSLIC), care se presupunea că trebuia să garanteze pentru depozitele S&L, asta a însemnat costuri în valoare de 300 de milioane de dolari. Dar acesta n-a fost decât începutul. Pe măsură ce alte și alte firme erau supuse verificărilor, legiuitorii au început să șovăie, mai ales cei care primiseră contribuții generoase pentru campanii electorale de la S&L. Dar cu cât așteptau mai mult, cu atât mai mulți bani se duceau pe apa sâmbetei. În 1986 devenise clar că și FSLIC era insolventă.

În 1991, în urma a două procese (dintre care la cel dintâi juriul a fost indecis), Faulkner, Blain și Toler au fost acuzați de organizarea unui grup infracțional și jefuirea a 165 de milioane de dolari de la Empire și alte asociații S&L, prin afaceri frauduloase cu imobiliare. Fiecare a primit o condamnare de douăzeci de ani de închisoare și obligația de restituire a milioane de dolari. Unul dintre procurori a numit Empire „una dintre cele mai agresive și mai frauduloase escrocherii de investiții imobiliare” pe care a întâlnit-o vreodată<sup>48</sup>. Cam același lucru se poate spune și despre criza Savings and Loan în general; Edwin Gray a caracterizat-o drept „cea mai agresivă și mai frauduloasă epocă din istoria națională a activităților bancare”. În total, aproape cinci sute de asociații S&L s-au prăbușit sau au fost silit să se închidă, aproape tot atâtea au fost desființate sub autoritatea Resolution Trust Corporation, înființată de Congres tocmai pentru înlăturarea acestei harababuri. Conform unei aprecieri oficiale, aproape jumătate din instituțiile insolvente s-au confruntat cu „frauda și comportamentul infracțional al insiderilor”. În mai 1991, 764 de oameni au fost acuzați de diferite încălcări ale legii, dintre care 550 au fost găsiți vinovați, iar 326 au fost condamnați la închisoare. Au fost și amenzi de 8 milioane de

\* Cel mai cunoscut caz a fost cel al lui Charles Keating, a cărui firmă Lincoln Savings and Loan din Irvine, California, a primit sprijin din partea a cinci senatori, între care și John McCaine, când a fost strânsă cu ușa de Banca Federală pentru Împrumuturi Ipotecare Rezidențiale. McCaine acceptase anterior contribuții din partea lui Keating pentru acțiuni politice, dar a fost exonerat de Comitetul de Etică al Senatului pentru faptul de a fi procedat incorect.

dolari<sup>49</sup> Costurile finale ale crizei Savings and Loan între 1986 și 1995 au fost în jur de 153 de miliarde de dolari (aproximativ 3 % din produsul intern brut), dintre care contribuabilii au trebuit să achite 124 de miliarde de dolari, aceasta fiind cea mai costisitoare criză financiară de la Marea Depresiune<sup>50</sup> Peste tot în Texas se văd rămășițele arheologice ale dezastrului: complexe rezidențiale în paragină, construcții ieftine pe bani furați care ulterior au fost dărâmate cu buldozerul sau incendiate. După douăzeci și patru de ani, cea mai mare parte a Interstate 30 este un alt deșert texan.

Pentru contribuabilii americani, Savings and Loan a fost o lecție imens de scumpă în privința pericolelor unei liberalizări prost concepute. Dar chiar și atunci când asociațiile S&L își dădeau duhul, criza a fost o șansă pentru un grup cu totul diferit de americani de a pune mâna rapid pe grămezi de dolari. Pentru cei care tranzacționau obligațiuni la Salomon Brothers, banca newyorkeză de investiții, prăbușirea garanțiilor ipotecare ale sistemului New Deal nu a constituit o criză, ci o minunată șansă. La fel de ahtiați după bani pe cât de vulgari erau la vorbă, „Marile Scule Bălăngănitore” de la Salomon au întrevăzut încă din anii 1980 o cale de a valorifica garanțiile de stat ale ratelor dobânzilor. Iar când asociațiile Savings and Loan, disperate, au început să-și vândă creditele ipotecare în speranța vană că vor rămâne solvabile, a apărut în scenă și Lewis Ranieri de la Salomon. Nu mai e nevoie să spunem că „Lou” le-a cumpărat la un preț de nimic. Cu o burtă proeminentă, cămăși ieftine și bancuri de Brooklyn, Ranieri (care și-a început cariera în biroul de corespondențe de la Salomon) era întruchiparea noului Wall Street, în totală opoziție cu bancherii de investiții, mereu la patru ace, cu costume și bretele la modă, de la Brooks Brothers. Ideea lui era să reinventeze credite ipotecare adunând laolaltă mii de astfel de garanții pentru niște noi și ademenitoare garanții care puteau fi vândute ca alternative la tradiționalele obligațiuni de stat sau corporatiste – pe scurt, transforma ipotecile în obligațiuni. Odată adunate grămadă, ratele datorate creditelor ipotecare puteau fi împărțite pe grupe cu diferite scadențe și riscuri de credit. Prima tranșă a acestui nou gen de titluri garantate ipotecar (cunoscute sub numele de obligațiuni ipotecare garantate) a fost emisă în iunie 1983<sup>51</sup>. Se iveau zorii unei noi ere în finanțele americane.

Procesul era numit securitizare și a fost o inovație care a transformat fundamental Wall Streetul, scuturând praful de pe o piață de obligațiuni adormită până atunci și făcând loc unei noi ere în care tranzacțiile anonime aveau să conteze mai mult decât relațiile directe, personale de mai înainte. Și încă o dată, tot guvernul federal se pregătea să plătească nota de plată a crizei. Majoritatea creditelor ipotecare continuau să se bucure de o garantare implicită din partea trioului susținut de stat – Fannie, Freddie sau Ginnie –, ceea ce însemna că obligațiunile care se foloseau de acele ipoteci ca garanții colaterale puteau fi reprezentate, practic, drept obligațiuni guvernamentale, de unde calificativul de „clasă investițională”. Între 1980 și 2007, volumul unor astfel de titluri garantate ipotecar garantate de GSE-uri\* a crescut de la 200 de milioane la 4 bilioane de dolari. Odată cu apariția asiguratorilor privați de obligațiuni, firme precum Salomon se puteau oferi și să securitizeze așa-numitele împrumuturi neconforme neeligibile pentru garanții GSE. În 2007, capitalul privat din fondurile comune era suficient pentru securitizarea a 2 bilioane de dolari în datorii ipotecare rezidențiale<sup>52</sup>. Doar în 1980, 10 % din piața internă de ipoteci fusese securitizată; în 2007 se ajunsese la 56 %\*\*

\* Întreprinderi sponsorizate de stat (n.tr.).

\*\* La sfârșitul anului 2006, întreprinderile sponsorizate de stat dețineau cea mai mare parte din creditele ipotecare, ridicându-se la 30 % din totalul datoriilor restante. Băncile comerciale



Nu numai deșertăciunile omenеști au sfârșit în pârjolul care era Wall Streetul anilor 1980, ci și ultimele rămășițe ale modelului de afacere zugrăvit în *O viață minunată*. Cândva, între creditori și debitori existau niște legături sociale care însemnau ceva. Jimmy Stewart îi cunoștea personal și pe deponenți, și pe debitori. În schimb, pe o piață a instrumentelor securitizate, la fel ca și în spațiul cosmic, nimeni nu te aude când strigi, pentru că ratele pe care le plătești la creditul ipotecar ajung în cele din urmă la cineva care nici măcar nu știe că ești. Iar adevăratele implicații ale acestei transformări pentru proprietarii obișnuiți de locuințe aveau să fie evidente abia peste douăzeci de ani.

Noi, cei din lumea vorbitoare de engleză, avem tendința să credem că proprietatea e un pariu câștigător. Dacă vrei să te îmbogățești, trebuie să joci pe piața de imobiliare. De fapt, trebuie să fii fraier să investești în orice altceva. Dar e remarcabil de câte ori realitatea dovedește că acest presupus adevăr este o minciună. Să presupunem că ai investit în primul trimestru al anului 1987 100.000 de dolari pe piața americană de imobiliare. Conform indexului Biroului Federal de Supraveghere a Afacerilor Imobiliare, dar și indexului național al prețurilor locuințelor Case-Shiller, ar fi trebuit să-ți triplezi banii în primul trimestru al anului 2007, adică să ajungi undeva între 275.000 și 299.000 de dolari. Dar dacă ai fi investit aceiași bani la S&P 500 (indicele de referință al bursei Statelor Unite) și ai fi continuat să investești venitul din dividende în acel index, ai fi ajuns să ai 772.000 de dolari cu care să faci ce vrei, adică de mai bine de două ori decât ai fi câștigat din cărămidă și mortar. În Marea Britanie, diferența e asemănătoare. Dacă ai fi investit 100.000 de lire sterline în imobiliare în 1987, conform Indexului Național al Prețurilor Locuințelor, după douăzeci de ani ți-ai fi înmulțit banii de patru ori. Dar dacă i-ai fi investit la indexul bursier FTSE All Share, ai fi fost de șapte ori mai câștigat. Bineînțeles, există o mare diferență între o locuință și un indice bursier: nu poți locui într-un indice bursier. (Pe de altă parte, taxele locale pe proprietatea imobiliară de obicei scad, dar nu și pentru activele financiare.) De dragul unei comparații corecte, trebuie să ținem seama de economia pe care o faci pentru că nu mai plătești chirie, întrucât ai o casă (sau de chiria pe care o încasezi dacă ai două proprietăți, iar pe una o închiriezi). O modalitate simplă este să dăm deoparte dividendele și chiriile. În acest caz diferența e ceva mai mică. În cele două decenii de după 1987, excluzând dividendele, S&P 500 a crescut cu un factor cu puțin peste 5, întrecând confortabil investiția imobiliară. Diferența se reduce, de asemenea, dar nu este eliminată dacă la portofoliul imobiliar adaugi venitul din chirii și incluzi dividendele la portofoliul de acțiuni, întrucât rata medie anuală de creștere a chiriilor în această perioadă a scăzut de la aproximativ 5% la doar 3,5% în momentul de vârf al boomului imobiliar (cu alte cuvinte, o proprietate de 100.000 de dolari ar fi adus lunar o chirie medie lunară de mai puțin de 416 dolari)<sup>53</sup> În cazul Marii Britanii, spre deosebire de Statele Unite, capitalizarea bursei a crescut ceva mai repede, în vreme ce dividendele au fost o sursă mai importantă de venit pentru investitori. În același timp, restricțiile privind construcția de noi locuințe (cum ar fi legile privind centura verde de protecție) au stimulat chiriile. Eliminarea dividendelor și chiriilor înseamnă a înlătura avantajul bursei față de imobiliare. În termenii de pură apreciere a capitalului între 1987 și 2007, cărămida și mortarul (care a sporit cu un factor de 4,5) au depășit acțiunile (care

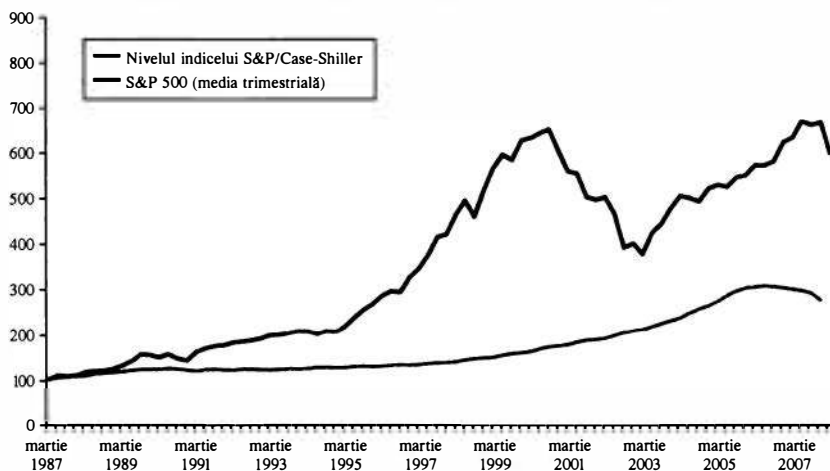
---

dețineau 22% ; titlurile garantate cu ipotecă imobiliară (RMBS), obligațiunile garantate cu creanțe și alte titluri garantate cu active însumau 14% din total ; instituțiile de economisire – 13% ; statul și guvernele locale – 8% din total ; iar companiile de asigurări de viață – 6%. Particularii dețineau restul.

au crescut cu un factor de 3,3). Doar în anul 1979 acțiunile britanice au învins cărămizile britanice\*

Totuși, când comparăm imobiliarele cu alte forme de active fixe, trebuie să avem în minte alte trei aspecte. Primul e deprecierea. Acțiunile nu se degradează și nu au nevoie de un nou acoperiș; casele, în schimb, da. Al doilea este problema lichidităților. Ca active, față de acțiuni, casele necesită cheltuieli mult mai mari pentru a fi transformate în bani. În al treilea rând e volatilitatea. După al Doilea Război Mondial, piața imobiliarelor a fost mult mai puțin volatilă decât cea a acțiunilor (și asta, nu în ultimul rând, din pricina costurilor tranzacțiilor de pe piața imobiliară). Dar asta nu înseamnă că prețul caselor nu s-a abătut de la traseul unei creșteri constante. În Marea Britanie, între 1989 și 1995, de exemplu, prețul mediu al locuințelor a scăzut cu 18% – sau, în termeni reali, ținând cont de rata inflației, cu mai bine de o treime (37%). La Londra, declinul real a fost de aproape 47%<sup>54</sup>. În Japonia, între 1990 și 2000, prețul proprietăților a scăzut cu peste 60%. Și, bineînțeles, în momentul în care scriu aceste rânduri, prețul imobiliarelor în Statele Unite – pentru prima dată într-o generație – a început să scadă. Și a scăzut. De la valoarea de vârf din iulie 2006, indicele „compozit 20” Case-Schiller al prețului caselor în douăzeci de mari orașe americane a scăzut cu 15% în februarie 2008. În luna aceea, rata anualizată de scădere a atins 13%, cifră care nu s-a mai pomenit de la începutul anilor 1930. În unele orașe – Phoenix, San Diego, Los Angeles și Miami – scăderea totală a fost de până la o cincime sau chiar un sfert. În plus, în momentul când scriu aceste lucruri (mai 2008) majoritatea experților anticipează în continuare scăderi.

Diagrama evoluției acțiunilor SUA comparativ cu piața imobiliară, 1987-2007



În Detroit, aflat și el în criză, imobiliarele au luat-o la vale mai devreme, în decembrie 2005, și deja trăseseră în jos prețul caselor cu mai bine de 10% când am vizitat orașul în iulie 2007. M-am dus la Detroit pentru că simțeam că ceea ce se întâmpla acolo prevestea ceea ce avea să se întâmple pe tot cuprinsul Statelor Unite și, probabil, în întreg

\* În nesfârșitele discuții avute cu soția mea despre greșeala de a investi pe scară largă capital împrumutat pe piața imobiliară din Marea Britanie (strategia ei financiară preferată), ea pare a câștiga pornind de la premisa că eu aș fi preferat să trăiesc într-o locuință închiriată a universității și să investesc banii la bursa din Marea Britanie. Strategia optimă ar fi fost, bineînțeles, să dețin un portofoliu diversificat imobiliar și acțiuni globale, finanțate cu o sumă împrumutată moderată.

spațiul anglofon. Pe parcursul a zece ani, prețul caselor din Detroit – care probabil are cel mai nenorocit spațiu locativ din toate orașele americane, cu excepția New Orleansului – crescuse cu aproape 50% ; nu foarte mult în comparație cu bula de la nivel național (care a înregistrat creșteri medii de până la 180%), dar o creștere greu de explicat dată fiind situația de criză economică cronică a orașului. După cum am descoperit, explicația rezida în modificările fundamentale ale regulilor jocului imobiliar, modificări exemplificate prin experiența pe care a trăit-o West Outer Drive din Detroit, o aglomerată, dar respectabilă magistrală cu case nu prea înghesuite, cu peluze largi și garaje, aparținând clasei de mijloc. Pe vremuri zona selectă a casei de discuri Motown, astăzi e doar o stradă oarecare dintr-o țară imensă din interiorul unei țări : economia în curs de dezvoltare *din interiorul* Statelor Unite<sup>55</sup>, cunoscută și sub numele de Subprimia.

Creditele ipotecare „subprime” sunt avute în vedere de brokerii locali pentru familiile din zona lor de rău-platnici sau care nu plătesc regulat. La fel cum creditele ipotecare „jumbo” sunt prea mari pentru a primi avis favorabil din partea Fannie Mae (și, implicit, pentru a primi garanție guvernamentală), creditele ipotecare subprime sunt prea riscante. Însă tocmai factorul lor de risc se pare că le-a făcut să pară rentabile pentru creditori. Acestea nu mai erau vechile credite pe treizeci de ani cu dobândă fixă inventate de New Deal. Dimpotrivă, o mare parte erau credite ipotecare cu dobândă variabilă (ARM) – cu alte cuvinte, rata dobânzii putea varia în funcție de modificările survenite în ratele creditelor pe termen scurt. Multe erau și credite ipotecare doar cu rambursarea dobânzii, fără amortizare (deci fără rambursarea capitalului de bază), chiar și atunci când capitalul de bază reprezenta 100% din valoarea evaluată a proprietății ipotocate. Și multe astfel de credite aveau perioade de „ademenire”, când ratele inițiale ale dobânzii – de obicei pentru primii doi ani – erau menținute în mod artificial la un nivel scăzut, încărcând costul creditului. Toate aceste instrumente erau menite să permită o reducere imediată a costurilor serviciului datoriei pentru client. Însă clauzele tipărite cu caractere mici din contractele subprime însemnau un profit consistent pentru creditor. Un contract de împrumut subprim oneros din Detroit avea o rată a dobânzii de 9,75% pentru primii doi ani, dar după aceea se mai adăugau 9,125 puncte procentuale peste rata de referință pe termen scurt la care băncile își acordau credite una alteia : rata interbancară de la Londra (Libor). Chiar înainte de declanșarea crizei subprimelor, aceasta deja crescuse la peste 5%, ceea ce însemna o creștere imensă a ratelor dobânzii din al treilea an de creditare.

Sistemul de creditare subprim s-a declanșat la Detroit ca o avalanșă de bani la Monopoly. Orașul era bombardat cu reclame de promovare prin radio, televiziune, materiale expediate prin poștă și de o armată de agenți și brokeri, toate și toți cu oferte atrăgătoare de contracte. Numai în 2006, creditori de împrumuturi subprime injectaseră mai bine de un miliard de dolari în douăzeci și două de districte din Detroit. În districtul având codul poștal 48235, în care era inclus și blocul 5100 al West Outer Drive, creditele ipotecare subprime ajunseseră la mai bine de jumătate din totalul împrumuturilor acordate între 2002 și 2006. În blocul 5100, șapte dintre cele douăzeci și șase de locuințe aveau un credit subprim<sup>56</sup>. De notat că doar o foarte mică parte din aceste credite erau acordate unora care se îndatorau pentru prima oară. Aproape toate aceste contracte erau contracte de refinanțare, care le dădeau debitorilor șansa să-și transforme casa în mașină de făcut bani, convertindu-și proprietatea în lichidități. Mulți au folosit acești bani pentru a-și achita datoriile la cardurile de credit, să-și renoveze casa sau să cumpere bunuri de folosință îndelungată\*. În alte situații, noi clienți au fost atrași să investească pe piața

\* Între 1997 și 2006, consumatorii din Statele Unite au obținut bani din ipotecarea proprietăților lor în valoare de 9 bilioane de dolari. În primul trimestru al anului 2006, capitalul astfel obținut însemna aproape 10% din venitul personal disponibil.

imobiliară datorită ofertei de creditare care combina o reducere a ratei dobânzilor pe termen lung cu un contract ispititor de credit ipotecar. În 2005, 69% dintre locuințele americane erau proprietate personală, față de 64% cu zece ani mai înainte. Cam jumătate din această creștere poate fi atribuită boomului de credite subprime. E semnificativ faptul că un număr disproporționat de mare de cumpărători de credite subprime era din rândul minorităților etnice. Într-adevăr, în timp ce mergeam cu mașina prin Detroit mă întrebam dacă nu cumva *subprim* era de fapt un eufemism pentru *negru*. Și nu era o presupunere lipsită de teame. Conform unui studiu întreprins de Alianța pentru Locuințe Convenabile din Massachusetts, 55% dintre debitorii afroamericani și hispanici din zona metropolitană a orașului Boston care obținuseră împrumuturi pentru o casă destinată unei singure familii în 2005 aveau un credit ipotecar subprim, în comparație cu doar 13% de astfel de credite luate de albi. Mai bine de trei sferturi din creditele luate de negri și hispanici de la Washington Mutual erau clasificate drept credite subprime, în comparație cu doar 17% de astfel de credite luate de albi<sup>57</sup>. Conform Departamentului de Dezvoltare Urbană și a Locuințelor (HUD), între 2002 și 2007 s-au înregistrat 3,1 milioane de noi proprietari din rândul minorităților.

Cu siguranță că atunci a fost apogeul democrației imobiliare. Noua piață de credite ipotecare părea să fi împlinit visul american de a avea o casă în proprietate pentru sute de mii de oameni care înainte fuseseră excluși de la principalele surse de finanțare de agențiile de evaluare a bonității și de abia mascatele prejudecăți rasiale.

În consecință, criticile aveau să fie îndreptate împotriva lui Alan Greenspan pentru că nu a stabilit reguli adecvate privind creditele ipotecare în ultimii ani cât a fost președinte al Rezervelor Federale. Totuși, în ciuda susținerii notorii (care apoi a fost retractată) a creditelor ipotecare cu dobândă variabilă, afirmată într-un discurs din 2004, nu Greenspan a fost principalul adept al accesului cât mai larg la o locuință proprietate personală. Așa cum nu e credibil să dăm vina pe politica monetară pentru toate excesele din ultimii ani.

În octombrie 2002, președintele George W. Bush spunea: „Dorim ca fiecare american să aibă casa lui” Aruncându-le creditorilor provocarea de a crea 5,5 milioane de noi proprietari de case din rândul minoritarilor până la sfârșitul deceniului, Bush semna în 2003 Legea Avansului pentru Visul American, măsură menită să subvenționeze cumpărarea primei case de către grupurile sociale cu venituri mici. Creditorii erau încurajați de administrație să nu-i oblige pe cei ce luau credite subprime să vină cu toată documentația necesară. Fannie Mae și Freddie Mac au fost și ele presate de HUD să sprijine piața subprimelor. După cum spunea Bush în 2003: „Este în interesul națiunii noastre ca tot mai mulți oameni să aibă o casă a lor”<sup>58</sup>. Puțini și-au manifestat opoziția. În noiembrie 2007, Henry Louis („Skip”) Gates Jr., profesor Alphonse Fletcher la Harvard și director la Institutul de cercetări W.E.B. Du Bois pentru Africani și Afroamericani, părea să salute inițiativa în *New York Times*, arătând că cincisprezece din douăzeci de afroamericani de succes pe care îi studiase (printre care Oprah Winfrey și Whoopi Goldberg) erau descendenți ai „cel puțin o linie de foști sclavi care au reușit să dobândească o proprietate în 1920”. Fără să țină seama de faptul că bula imobiliarelor plesnise cu luni de zile mai înainte, Gates sugera o soluție cu totul surprinzătoare la problema „sărăciei și disfuncționalității negrilor”, și anume „să se dea o proprietate celor care odinioară fuseseră considerați a fi proprietate”:

Probabil că, dintre toți oamenii, Margaret Thatcher a sugerat un program care ar putea să ajute. În anii 1980, ea a transformat proiectele a 1,5 milioane de rezidenți în locuințe de stat în proprietari de locuințe. A fost probabil cea mai liberală inițiativă a doamnei Thatcher și, probabil, oamenii progresului ar trebui să acceseze măcar o pagină din scenariul strategiei ei... O abordare curajoasă și inovatoare a problemei sărăciei negrilor... ar trebui să aibă în vedere modalitățile în care chiriașii ar putea fi transformați în proprietari... Pentru negrii sărmani,

adevăratul progres ar putea să vină abia atunci când vor fi interesați să aibă o proprietate în societatea americană. Cei care dețin o proprietate au sentimentul apartenenței la viitorul și la societatea lor. Aceștia învață, economisesc, se străduiesc și votează. Iar oamenii prinși în capcana statutului de chiriași nu fac același lucru...<sup>59</sup>

Beanie Self, un lider al comunității negrilor din zona Frayser din Memphis, a identificat greșeala fatală din argumentația lui Gates : „Visul american este posesia unei case – da, visul e minunat –, dar ceea ce mă îngrijorează pe mine e că nu prea suntem pregătiți pentru visul acesta. Oamenii nu înțeleg că avem o industrie a imobiliarelor, o industrie a evaluărilor, o industrie a creditului ipotecar care-i împinge acum pe oameni să cumpere o casă, oameni care de fapt nu-și pot permite să o aibă”<sup>60</sup>.

Ca model de afacere, creditul subprim lucrează minunat – câtă vreme rata dobânzii rămâne scăzută, oamenii au o slujbă, iar prețul imobiliarelor continuă să crească. Bineînțeles, toate aceste condiții nu sunt menite să reziste, cel puțin nu într-un oraș ca Detroit. Dar asta nu i-a îngrijorat pe creditorii de subprime. Ei nu făceau decât să urmeze făgașul croit de valul consistent al celor care ofereau credite ipotecare în anii 1980. În loc să-și riște propriii bani, ei își băgau în buzunare comisioane grase la semnarea contractelor inițiale de împrumut, după care revindeau creditele la grămadă băncilor de pe Wall Street. La rândul lor, băncile adunau creditele în titluri foarte profitabile garantate cu ipotecă imobiliară (RMBS) și le vindeau apoi investitorilor din lumea întreagă, ahtiați după câteva sutimi de punct procentual profit în plus la capitalul lor. Redenumite obligațiuni garantate cu creanțe (CDO), aceste active subprime puteau fi transformate din credite de risc acordate unor clienți cunoscuți în valori mobiliare de clasă investițională de rating AAA. Și pentru asta nu era nevoie decât de avizul uneia dintre principalele două agenții de rating – Moody sau Standard & Poor’s –, care să certifice că măcar treimea superioară a acestor active nu va intra în incapacitate de plată. Treimea de mijloc – „mezanin” – și treimea „acțiuni” erau recunoscute ca fiind mai riscante ; dar și acestea aduceau o rată mai mare a dobânzii.

Cheia acestei alchimii financiare era aceea că între debitorul creditului ipotecar din Detroit și oamenii care ajungeau să primească plata dobânzii corespunzătoare puteau fi și mii de kilometri distanță. Riscul era împrăștiat pe toată planeta, de la fondurile pensiilor de stat americane până la rețeaua de asistență de sănătate din Australia și chiar până la consiliile municipale de dincolo de Cercul Polar. În Norvegia, de exemplu, municipalitățile din Rana, Hemnes, Hattjelldal și Narvik au investit circa 120 de milioane de dolari din banii contribuabililor lor în niște CDO-uri garantate cu credite ipotecare subprime americane. La vremea aceea, vânzătorii acestor „produse financiare structurate” se lăudau că securitizarea avea ca efect alocarea riscului „către cei care-l pot suporta în cea mai mare măsură” Abia mai târziu s-a văzut că riscul era alocat către cei care-l puteau înțelege în cea mai mică măsură. Cei care știau cel mai bine cât de fragile erau creditele subprime – cei care trataseră direct cu debitorii și le cunoșteau perfect posibilitățile economice – își asumau cel mai mic risc. Aceștia puteau realiza un credit „NINJA” (pentru cineva *No income, no job or assets* – persoană fără venit, fără loc de muncă și fără bunuri) cu un raport împrumut/garanție de 100% pe care în aceeași zi îl vindeau uneia dintre marile bănci angajate în afacerile cu CDO-uri. Și, cât ai zice pește, riscul se ducea plutind în susul fiordului.

În Detroit, avântul ipotecarelor subprime a coincis de fapt cu o nouă etapă a declinului inexorabil al industriei de automobile care pentru oraș a însemnat 20.000 de șomeri în plus. Iar asta a anticipat o mai largă încetinire a economiei americane și o consecință aproape inevitabilă a unei politici monetare mai severe din momentul în care Rezervele Federale au ridicat rata dobânzilor pe termen scurt de la 1% la 5,25% ; această politică

a avut un impact modest, dar semnificativ asupra ratelor medii ale creditelor ipotecare, care au crescut în mare cu 25% (de la 5,34 la 6,66%). Efectul acestei schimbări aparent inofensive a condițiilor de creditare asupra pieței de subprime a fost devastator. Îndată ce perioada cu rate ademenitoare expira, iar ipoteca trecea la rate noi și mult mai mari ale dobânzii, sute de familii din Detroit nu și-au mai putut plăti la termen ratele ipotecare. Încă din martie 2007, cam una din trei ipoteci subprime din districtul având codul poștal 48235 era în întârziere cu peste șaizeci de zile, fiind efectiv în prag de executare silită. Efectul a fost spargerea bulei imobiliarelor, provocând scăderea prețului caselor pentru prima dată de la începutul anilor 1990. Îndată ce au avut loc aceste evenimente, cei care luaseră credit ipotecar la valoarea de 100% au descoperit că datoria lor era mai mare decât valoarea locuințelor lor. Cu cât prețul caselor scădea mai mult, cu atât mai mulți proprietari de case se trezeau cu capital negativ, sintagmă familiară în Marea Britanie de la începutul anilor 1990. În această privință, West Outer Drive era doar crainicul unei crize mult mai ample pe piața americană a imobiliarelor, ale cărei ramificații aveau să zguduie din temelii sistemul financiar al lumii occidentale.

Într-o după-amiază mohorâtă de vineri, abia sosit în Memphis de la Detroit, am fost martor la scoaterea la licitație a cincizeci de case pe treptele tribunalului din Memphis. În fiecare dintre cazuri, creditorii trecuseră la executarea silită pe motiv de întârziere cu plata dobânzilor\*. Memphis nu e numai capitala falimentului din Statele Unite (după cum am văzut în capitoul 1), dar în vara anului 2007 începea să devină foarte repede și capitala executărilor silite. Mi s-a spus că în ultimii cinci ani una din patru familii din oraș a primit un preaviz de executare silită. Și, din nou, miezul problemei erau creditele ipotecare subprime. Numai în 2006, companiile financiare specializate în subprime împrumutaseră 460 de milioane de dolari locuitorilor din paisprezece districte din Memphis. Ceea ce vedeam acum era doar începutul unui val de executări silite. În martie 2007, Centrul pentru Credite Responsabile a prevăzut că se va ajunge la 2,4 milioane de executări silite<sup>61</sup>. S-ar putea ca această estimare să fie optimistă. În momentul în care scriu aceste rânduri (mai 2008), în jur de 1,8 milioane de credite ipotecare au intrat în incapacitate de plată, dar un număr de 9 milioane de familii americane, adică ocupanții uneia din 10 locuințe unifamiliale, ajunseseră deja la capital negativ. Circa 11% dintre creditele ipotecare subprime cu dobândă variabilă sunt deja în executare silită. Conform Crédit Suisse, numărul total de executări silite pentru toate categoriile de credite ipotecare s-ar putea să ajungă la 6,5 milioane în următorii cinci ani. Asta i-ar putea lăsa fără casă pe 8,4% dintre toți americanii deținători de locuințe, adică 12,7% dintre cei cu credite ipotecare<sup>62</sup>.

Întrucât piața creditelor ipotecare subprime a început să se ducă la vale la începutul verii anului 2007, unda de șoc s-a resimțit pe piața creditelor din întreaga lume, măturând cu totul o serie de fonduri de acoperire, iar băncile și alte instituții financiare înregistrând pierderi de sute de miliarde de dolari. Problema principală rămânea cea a obligațiunilor garantate cu creanțe (CDO), din care numai în 2006 fuseseră vândute în valoare de jumătate de bilion de dolari, dintre care jumătate cuprindeau expuneri subprime. S-a dovedit că multe dintre aceste CDO fuseseră exagerat supraevaluate, ca urmare a aprecierii greșite a posibilității de încetare de plată a ratelor creditelor subprime. Când au intrat în

\* O trăsătură importantă a legislației americane este faptul că în multe state (deși nu în toate) ipoteca este în general un „credit cu răspundere limitată”, ceea ce înseamnă că în caz de incapacitate de plată creditorul ipotecar nu poate obține decât valoarea proprietății ipotecate, neputând lua o altă proprietate (de exemplu, o mașină sau banii din bancă) sau să aibă drept de sechestr asupra unor venituri viitoare. Conform unor economiști, asta îi dă debitorului un motiv serios de a nu plăti.

incapacitate de plată până și activele cu ratingul AAA, primele care au avut de suferit au fost fondurile de acoperire specializate în cumpărarea unor tranșe de CDO cu cel mai mare risc. Deși încă din februarie 2007 au apărut semne că există probleme, când consorțiul bancar HSBC a recunoscut că a înregistrat pierderi grele în credite ipotecare provenind din Statele Unite, cei mai mulți analiști au considerat că începutul crizei subprimelor a început din iunie al aceluși an, când două fonduri de acoperire aparținând de Bear Stern\* au fost somate să prezinte garanțiile colaterale adiționale de către Merrill Lynch, o altă bancă de investiții care le împrumutase bani, dar acum era îngrijorată din pricina expunerii lor excesive față de activele cu garanții subprime. Bear a salvat un fond, însă pe celălalt l-a lăsat să se prăbușească. În luna următoare, agențiile de rating au început să reducă punctajele RMBS CDO (prescurtarea de la „titluri garantate cu ipotecă imobiliară cu obligațiuni garantate cu creanțe”, chiar și această denumire dovedind natura exagerat de complexă a acestor produse). În timpul ăsta, tot felul de instituții financiare deținătoare a unor astfel de active s-au trezit că se confruntă cu niște pierderi uriașe. Problema era mult amplificată de valoarea efectului de levier (datoriile) din sistem. Fondurile de acoperire, în special, împrumutaseră sume imense de la brokerii de subprime – bănci – pentru a-și mări profiturile pe care acestea le puteau genera. Între timp, băncile au început să-și mascheze propria expunere dosindu-și activele care aveau legătură cu creditele subprime în operațiuni extrabilanțiere cunoscute sub numele de societăți intermediare și vehicule investiționale strategice (SIV-uri, acronimul cel mai potrivit pentru criză\*\*), care pentru finanțare se bazează pe împrumuturi pe termen scurt de pe piețele pentru formulare bancare și împrumuturi interbancare overnight. Pe măsură ce au crescut temerile față de riscul de contrapartidă (pericolul ca partea cealaltă din cadrul unei tranzacții financiare să dea faliment), acele piețe de credit s-au blocat. Criza lichidităților, asupra căreia unii comentatori avertizaseră cu cel puțin un an înainte, a lovit în august 2007, când American Home Mortgage a semnat pentru înregistrarea falimentului, BNP Paribas a suspendat trei fonduri de investiții ipotecare, iar Countrywide Financial și-a închis întreaga linie de creditare de 11 miliarde de dolari. Ceea ce nu s-a anticipat însă aproape deloc a fost că incapacitatea de plată a creditelor ipotecare subprime din pricina veniturilor scăzute ale familiilor din orașe precum Detroit și Memphis poate declanșa un dezastru financiar de această amploare\*\*\* una dintre bănci (Northern Rock) a fost naționalizată; o alta (Bear Stearns) a fost vândută ieftin unui competitor în cadrul unei înțelegeri garantate de Rezervele Federale; numeroase fonduri de acoperire s-au închis; reducerea valorii activelor înregistrate de bănci s-a ridicat la 318 miliarde de dolari; totalul pierderilor anticipate a depășit cu mult un bilion de dolari. Fluturile subprimă a dat din aripi și a declanșat un uragan la nivel mondial.

Printre numeroasele ironii ale acestei crize se numără și aceea că putea să-i dea lovitura de grație celei care a fost mama democrației imobiliare sponsorizate de guvern: Fannie Mae<sup>63</sup>. Una dintre consecințele politicii guvernamentale a fost aceea de a crește proporția creditelor ipotecare deținute de Fannie Mae și rudele sale mai mici Freddie și Ginny, reducând în același timp importanța garanțiilor guvernamentale inițiale care fuseseră cândva cheia componentă a sistemului. Între 1955 și 2006, proporția creditelor ipotecare neagricole garantate de guvern a scăzut de la 35 % la 5 %. Dar în aceeași perioadă, cota-parte

\* Dintre care unul purta numele glorios de Fondul de Strategii Înalt Structurate de Creditare prin Împrumuturi Ample.

\*\* Aluzie la popularul joc de calculator Siv HD League of Legends (n.tr.).

\*\*\*Pușini și-au manifestat dezacordul când Fondul Monetar Internațional a numit acest fenomen „cel mai amplu șoc financiar de la Marea Depresiune”

de credite ipotecare deținute de aceste instituții sponsorizate de guvern a crescut de la 4% la un maxim de 43% în 2003<sup>64</sup>. Biroul Federal de Supraveghere a Afacerilor Imobiliare insistase ca Fannie și Freddie să preia și mai multe titluri garantate cu ipotecă imobiliară (RMBS) (inclusiv titluri de valoare garantate cu subprime) prin relaxarea regulilor care reglementau raportul dintre capital și active. Dar cele două instituții aveau împreună doar 84 de miliarde de dolari capital, doar 5% din cele 1,7 bilioane de dolari în active din balanța lor comercială, ca să nu mai pomenim nimic de alte 2,8 bilioane de dolari în RMBS-uri pe care le garantaseră<sup>65</sup>. Dacă aceste instituții aveau să intre în dificultate, atunci pare rezonabil să se presupună că susținerea guvernamentală avea să se transforme în proprietate guvernamentală, cu toate implicațiile majore pentru bugetul federal<sup>\*</sup>.

Așa încât, după cum se vede, casele nu reprezintă o investiție întru totul sigură. Prețul lor poate la fel de bine să scadă sau să urce. Și, după cum am văzut, locuințele sunt active nu tocmai lichide – ceea ce înseamnă că sunt greu de vândut repede atunci când te afli într-o situație financiară dificilă. Prețul caselor „e bătut în cuie” când e vorba să fie redus, pentru că vânzătorul nu prea vrea să scadă prețul cerut; rezultatul e o aglomerare de proprietăți nevândute, iar cei care altfel s-ar fi mutat în ele stau și se uită la anunțul „De vânzare” afișat la poartă. Ceea ce înseamnă că proprietatea asupra locuinței tinde să reducă mobilitatea mâinii de lucru, în felul acesta încetinind revigorarea economică. Și toate acestea se dovedesc a fi dezavantaje ale ideii de democrație imobiliară, care cândva părea o idee foarte atrăgătoare de a-i transforma pe toți chiriașii în proprietari. Iar problema la care trebuie să găsim răspuns e aceea dacă e rentabil sau nu să exportăm acest model cu risc ridicat în restul lumii.

## De nădejde ca niște gospodine

Quilmes, o speluncă lăbărtată din sudul mahalalelor orașului Buenos Aires, pare a se afla la un milion de kilometri de bulevardele elegante ale capitalei argentinienne. Dar oare oamenii care trăiesc acolo sunt chiar atât de săraci pe cât par? După cum socotește economistul peruvian Hernando de Soto, orașe de cocioabe precum Quilmes, în ciuda aparentei insalubre, reprezintă efectiv bilioane de dolari de bogății nerealizate. De Soto a calculat că totalul valorii zonelor imobiliare ocupate de săracii lumii se ridică la 9,3 bilioane de dolari. Ceea ce, spune el, înseamnă aproape toată valoarea pieței de capital a tuturor companiilor listate la bursă din primele douăzeci de economii mondiale – și, în mare, de nouăzeci de ori totalul ajutoarelor străine dirijate spre țările în curs de dezvoltare între anii 1970 și 2000. Problema este că oamenii din Quilmes și din nenumăratele orașe dărăpănate din lumea întreagă nu au titluri de proprietate legale pentru casele lor. Și fără un titlu legal proprietatea nu poate fi folosită ca garanție pentru un împrumut. Rezultatul este o piedică esențială în calea dezvoltării economice, socotește de Soto, pentru că în acest fel nu te poți împrumuta, nu poți aduna capital ca să începi o afacere. În loc să fie antreprenori potențiali, oamenii de acolo sunt un obstacol. Energia capitalistă se sufocă<sup>66</sup>.

În mare măsură problema constă în faptul că, din motive birocratice, e dificil să obții un titlu legal de proprietate în zone cum ar fi America de Sud. Astăzi în Argentina, conform Băncii Mondiale, ai nevoie de treizeci de zile pentru a înregistra o proprietate, dar înainte era nevoie de și mai mult timp. În unele țări – în Bangladesh și Haiti lucrurile stau cel mai rău – ai nevoie de aproape trei sute de zile pentru asta. Când de Soto și

\* Evenimentele ce au avut loc după cele scrise mai sus au adeverit aceste lucruri.



cercetătorii săi au vrut să obțină o autorizație legală pentru construcția unei case pe un teren deținut de stat în Perú, au avut nevoie de șase ani și unsprezece luni, în cursul cărora au fost nevoiți să trateze cu cincizeci și doi de funcționari guvernamentali. În Filipine, pentru a legaliza oficial dreptul asupra unei locuințe trebuiau parcurse, până de curând, 168 de trepte în care erau implicate cincizeci și trei de agenții de stat și private, ceea ce însemna între treisprezece și douăzeci și cinci de ani. În total contrast, în lumea anglofonă pentru asta ai nevoie de două zile în cel mai bun caz sau nu mai mult de trei săptămâni. În concepția lui de Soto, aceste obstacole birocratice fac ca activele săracilor să fie de fapt „capital mort... precum apa din lacurile alpine din Anzi – un rezervor potențial de energie nevalorificat”. Să aduci acest capital la viață, argumentează el, este cheia cu care țări precum Perú pot deschide un viitor mai prosper. Doar beneficiind de un sistem eficient al dreptului de proprietate se poate stabili corect de către piață valoarea unei case; și atunci e ușor de cumpărat și de vândut, poate fi folosită în mod legal ca garanție pentru un împrumut, proprietarul ei poate fi tras la răspundere în alte tranzacții pe care le-ar face. În plus, prin excluderea celor săraci din tagma deținătorilor legali de proprietate, aceștia sunt împinși să acționeze, cel puțin parțial, în zona gri sau neagră a economiei, unde statul nu-i mai poate controla. E de două ori dăunător. Asta împiedică impunerea efectivă. În plus, reduce legitimitatea statului în ochii populației. Cu alte cuvinte, țările sărace sunt sărace pentru că nu au legi sigure privind dreptul de proprietate, „arhitectura ascunsă” a unei economii de succes. „Legea proprietății nu e glonțul de argint”, recunoaște de Soto, „dar e veriga lipsă... Fără o lege a proprietății nu se vor putea implementa alte reforme în manieră sustenabilă” Și tot țările sărace sunt cele pasibile a eșua în demersul democratic pentru că le lipsește un electorat motivat. „Dreptul la proprietate va duce în cele din urmă la democrație”, susține de Soto, „pentru că nu poți susține un sistem al proprietății bazat pe economia de piață decât dacă există un sistem democratic. Numai în acest fel investitorii se simt în siguranță”<sup>67</sup>

Pentru unii – cum ar fi grupul terorist maoist Calea Luminoasă, care a încercat în 1992 să-l asasineze într-un atac cu bombă care a ucis trei persoane –, de Soto e un ticălos<sup>68</sup> Alți critici îl denunță ca fiind un Rasputin în spatele președintelui Alberto Fujimori, acum în dizgrație. Pentru alții, de Soto e un erou datorită eforturilor sale de a globaliza ideea democrației imobiliare. Fostul președinte Bill Clinton l-a numit „probabil cel mai mare economist în viață”, în vreme ce Vladimir Putin, președintele rus, a caracterizat realizările lui de Soto ca fiind „extraordinare” În 2004, Institutul Cato, comisia de experți libertarieni americani, i-a acordat Premiul bienal Milton Friedman pentru activitatea sa care „exemplifică spiritul și practica libertății” De Soto și Institutul său pentru Libertate și Democrație au consiliat guverne din Egipt, El Salvador, Ghana, Haiti, Honduras, Kazahstan, Mexic, Filipine și Tanzania. Însă, firește, problema esențială este dacă teoria lui poate fi pusă în practică.

Quilmes oferă un experiment natural pentru a vedea dacă de Soto a descoperit cu adevărat „secretul capitalului”. Exact aici, în 1981, 1.800 de familii au înfruntat junta militară care conducea pe atunci Argentina și a ocupat un bucată de teren gol. După reinstaurarea democrației, guvernul provincial i-a expropriat pe proprietarii inițiali ai terenului pentru a le da celor care ocupaseră ilegal terenul acte legale de proprietate asupra locuințelor. Totuși, numai opt din cei treisprezece proprietari ai terenului au acceptat compensațiile oferite de guvern; ceilalți – dintre care unul dobândise terenul în 1998 – s-au judecat în procese interminabile. Rezultatul a fost că unii dintre locatarii ilegali din Quilmes au devenit proprietari plătind o sumă mică pentru concesiune, iar după zece ani au devenit pe deplin proprietari; ceilalți, în schimb, au rămas tot ocupanți ilegali. Acum poți să spui imediat care dintre cei de acolo e proprietar al casei și care nu

după cum au garduri mai ca lumea, pereții tencuiți. În schimb, casele celor al căror drept de proprietate a fost contestat arată ca niște maghernițe. După cum știe toată lumea (chiar și „Skip” Gates), în general, proprietarii au mai mare grijă de proprietatea lor decât chiriașii.

Fără îndoială, faptul că au o locuință proprietate personală a schimbat atitudinea oamenilor din Quilmes. Conform unui studiu recent, cei care au dobândit o proprietate au devenit semnificativ mai individualiști și materialiști decât cei care sunt în continuare locatari ilegali. De exemplu, când au fost întrebați: „Credeți că banii sunt importanți pentru fericire?”, cu 34% mai mulți proprietari erau înclinați să răspundă pozitiv în comparație cu cei care erau chiriași<sup>69</sup>. Dar această teorie pare să aibă și un cusur, deoarece faptul că erau proprietari nu le-a înlesnit foarte mult celor din Quilmes accesul la împrumuturi. Doar 4% dintre ei au reușit să ia un credit ipotecar<sup>70</sup>. Și în țara natală a lui de Soto, Perú, numai faptul că ai o proprietate nu pare să fie suficient pentru a reînvia capitalul mort. E adevărat că, după ce guvernul peruan i-a acceptat recomandările inițiale în 1988, s-a făcut o drastică reducere a timpului necesar pentru înregistrarea unei proprietăți (la doar o lună) și o reducere și mai drastică, până la 99%, a costurilor tranzacției. S-au făcut eforturi suplimentare și după crearea în 1996 a Comisiei pentru Oficializarea Proprietății Neoficiale, așa încât, în patru ani, 1,2 milioane de locuințe construite pe teren urban au intrat în legalitate. Dar progresul economic promis de de Soto a fost descurajant de încet. Din mai bine de 200.000 de familii din Lima cărora li s-au eliberat titluri de proprietate în 1998 și 1999, doar în jur de un sfert au accesat vreun fel de credit până în 2002. În alte părți unde s-a încercat punerea în practică a sugestiilor lui de Soto, mai ales în Cambodgia, acordarea de titluri legale pentru proprietăți urbane i-a încurajat pur și simplu pe unii dezvoltatori și speculanți lipsiți de scrupule să le cumpere proprietatea rezidenților săraci – de fapt, să-i alunge de pe terenul lor<sup>71</sup>.

Să nu uităm: nu deținerea unei proprietăți îți oferă garanții; le oferă garanții creditorilor tăi. Adevărata garanție este dată de un venit constant, după cum descoperise ducele de Buckingham în anii 1840 și după cum descoperă astăzi proprietarii din Detroit. Din acest motiv, s-ar putea să nu fie nevoie ca fiecare posibil antreprenor din lumea în curs de dezvoltare să facă rost de bani ipotecându-și propria casă. S-ar putea ca dreptul de proprietate asupra unei case să nu fie cheia producerii de avere.

Pe Betty Flores am întâlnit-o într-o dimineață ploioasă de luni pe o stradă dintr-o piață din El Alto, un oraș bolivian de lângă (sau, mai exact, mai sus de) capitala La Paz. Eram în drum spre birourile din El Alto ale organizației de microfinanțare Pro Mujer, dar simțeam un fel de oboseală din cauza altitudinii, așa că am sugerat să ne oprim la o cafea. Betty Flores era acolo, pregătind iute și împărțind câni și cești de cafea boliviană tare, consistentă, pentru clienți și alți tarabagii de prin piață. Am fost imediat fascinat de vioiciunea și energia ei. În total contrast față de majoritatea femeilor indigene din Bolivia, părea să nu fie deloc reținută în a sta de vorbă cu un străin. Am descoperit că era una dintre clientele de la Pro Mujer, de unde luase un credit pentru a-și mări standul de cafea – ispravă pe care soțul ei, mecanic, nu reușise s-o facă. Și inițiativa reușise. Și era suficient să mă uit la Betty, care se agita continuu, pentru a-mi da seama de asta. Avea de gând să-și mărească și mai mult prăvălia? Da, sigur. Afacerea asta îi îngăduia să-și țină fetele la școală.

Dar Betty Flores nu e ceea ce în mod convențional se socotește a fi un risc de creditare pozitiv. Ea are niște economii modeste și nu e proprietara casei în care locuiește. Și totuși ei și altor mii de femei ca ea din țări sărace din întreaga lume, instituții precum Pro Mujer le dau credite ca parte a unui program de descătușare a energiei antreprenoriale a femeilor.

Marea revelație a mișcării de microfinanțare din țări precum Bolivia este aceea că femeile prezintă un mai bun risc de creditare decât bărbații, indiferent dacă au sau nu o casă pe care să o pună garanție în cazul unui împrumut. Asta contrazice total imaginea convențională a femeii căreia îi place să cheltuiască prin magazine. Acest aspect contrazice prejudecățile de secole care, până de curând, până prin anii 1970, priveau femeile ca fiind mai puțin de încredere când vine vorba de credit decât bărbații. De exemplu, în Statele Unite, femeilor măritate de obicei nu li se acordau credite, nici chiar atunci când aveau o slujbă, dacă soții lor nu erau angajați. Iar femeile părăsite sau divorțate aveau parte de un tratament și mai rău. Pe când eram mic, creditul era în mod evident doar pentru bărbați. Microfinanțarea sugerează totuși că solvabilitatea ar putea fi o trăsătură feminină.

Fondatorul mișcării de microfinanțare, laureatul Premiului Nobel Muhammad Yunus, a ajuns să înțeleagă potențialul unor credite în valoare mică oferite femeilor după ce a studiat problema sărăciei rurale în țara sa natală – Bangladesh. Banca sa de ajutor mutual, Grameen („Satul”), fondată în satul Jobra în 1983, a oferit microcredite unui număr de 7,5 milioane de debitori, aproape toate femei care nu aveau garanții. Practic toți cei care iau credite sunt membri ai unui grup de cinci (*koota*) care se întrunesc săptămânal și, în mod neoficial, își împart responsabilitatea pentru plata creditului. De la începutul acestei inițiative, Banca Grameen a oferit microcredite în valoare de mai bine de 3 miliarde de dolari, la început finanțându-și operațiunile cu bani de la agențiile de întraajutorare, dar acum atrage suficiente depozite bancare (aproape 650 de miliarde de dolari în ianuarie 2007) ca să fie în întregime pe picioarele sale și să obțină și profit<sup>72</sup>. Pro Mujer, fondată în 1990 de Lynne Patterson și Carmen Velasco, e una dintre cele mai de succes bănci din America de Sud care preiau exemplul Băncii Grameen\*. Împrumuturile încep de la 200 de dolari pentru trei luni. Cele mai multe femei folosesc banii pentru a cumpăra animale pentru gospodărie sau, precum Betty, pentru a-și finanța microîntreprinderile, vânzând de toate, de la turte de mălai la produse Tupperware.

Când am reușit să mă smulg de la taraba de cafele a lui Betty, la birourile Pro Mujer din El Alto era deja animație ca într-un stup de albine. Era greu să nu fii impresionat de zecile de femei boliviene, aproape toate în costume tradiționale (toate cu o pălărieuță melon prinsă într-o parte pe creștet), stând la rând ca să-și plătească ratele la timp. Pe când îmi relatau poveștile despre experiențele pe care le trăiau, am început să mă întreb dacă n-ar fi cumva vremea să schimb vechea zicere „de nădejde ca o casă” în „de nădejde ca niște gospodine”. Pentru că ceea ce am văzut în Bolivia are echivalent în țările sărace din toată lumea, de la mahalalele din Nairobi la cătunele din Andhra Pradesh din India. Și nu numai în țările în curs de dezvoltare. Microfinanțarea poate avea efecte și în enclavele sărace din lumea dezvoltată, precum Castlemilk din Glasgow, unde a fost constituită o întreagă rețea de agenții de creditare, numite uniuni de credit, care reprezintă un antidot la sistemul de împrumut al rechinilor (precum cei pe care i-am întâlnit în capitolul 1). Și în Castlemilk femeile din partea locului sunt cele care primesc credite. Și la El Alto, și la Castlemilk am auzit povești cum că bărbații sunt mai degrabă înclinați să-și cheltuiască banii în crâșme sau la pariuri, preocupându-se mai puțin cum să facă rost de bani pentru rate. Și mereu mi s-a spus că femeile se descurcă mai bine cu administrarea banilor decât soții lor.

Desigur, ar fi o greșeală să susținem că microfinanțarea ar fi piatra filosofală pentru rezolvarea sărăciei pe mapamond, așa cum nu e nici ideea de improprietărire a lui Hernando de Soto. În mare, două cincimi din populația planetei se află în afara sistemului

\* Bill și Melinda Gates au fost atât de impresionați de Pro Mujer, încât fundația lor oferă organizației 3,1 milioane de dolari.

financiar, fără a avea acces la conturi bancare, cu atât mai puțin la credite. Dar chiar dacă le-ar fi acordate împrumuturi, asta nu va însemna automat că sărăcia va ajunge piesă de muzeu, după cum spunea Yunus, indiferent dacă li se vor cere sau nu garanții. Și să nu uităm că unii dintre cei implicați în afacerile de microfinanțare se ocupă de asta fiindcă vor să facă bani, nu să pună capăt sărăciei<sup>73</sup>. Și e un adevărat șoc să descoperi că unele firme de microfinanțare percep dobânzi anuale la creditele lor și de 80% sau 125% – dobânzi demne de acei rechini ai creditării. Justificarea pentru aceste dobânzi ar fi aceea că numai astfel se poate obține profit din asemenea afaceri, din pricina costurilor de administrare a atâtor credite de valoare mică.

Glasgow a evoluat mult din epoca în care conaționalul meu Adam Smith semna, în 1776, acel act de naștere a pieței libere, *Avuția națiunilor*. Ca și Detroit, și Glasgow s-a ridicat odată cu avântul epocii industriale. Dar epoca financiară a fost mai puțin generoasă cu el. Și în Glasgow, ca și în America de Nord și America de Sud, ca și în Asia de Sud, oamenii învață aceeași lecție. S-ar putea ca analfabetismul financiar să fie preponderent pretutindeni, dar, într-un chip ciudat, toți suntem experți într-una din ramurile economiei: piața proprietății. Știm cu toții că proprietatea e un pariu sigur. Numai că nu e așa. (În ultimul trimestru al anului 2007, prețul caselor în Glasgow a scăzut cu 2,1%. Singura consolare era aceea că în Edinburgh a scăzut cu 5,8%.) În toate orașele din lume prețul caselor a crescut cu mult peste ceea ce se justifica prin prețul chiriilor sau costurile de construcție. După cum spunea economistul Robert Shiller, era pur și simplu „o concepție larg răspândită că locuințele reprezintă o mare investiție”, ceea ce a creat o „clasică bulă speculativă” prin același mecanism de feedback care afecta în mod obișnuit bursele încă de pe vremea lui John Law. Pe scurt, a existat o exuberanță irațională în legătură cu trăinicia cărămizilor și mortarului și a câștigului de capital pe care pot să-l aducă<sup>74</sup>.

După cum am văzut, această percepție, în parte, își are originea în politică. Dar în vreme ce încurajarea tendinței de dobândire a unei case poate ajuta la constituirea unei mase de partizani ai capitalismului, asta afectează și piețele de capital, deoarece îi silește pe oameni să parieze cu propria casă pe, ei bine, propria casă. Când teoreticienii în finanțe avertizează împotriva „prejudecății în privința casei”, ei se referă la tendința investitorilor de a-și investi banii în active produse de țara lor. Dar adevărata prejudecată în privința casei este tendința de a ne investi aproape toată avuția în propriile noastre case. În definitiv, construcția de case reprezintă două treimi din portofoliul tipic al familiei americane, iar în alte țări proporția e și mai mare<sup>75</sup>. Cheia securității financiare, din Buckinghamshire până în Bolivia, ar trebui să fie aceea a unui portofoliu diversificat de active<sup>76</sup>. Pentru asta suntem sfătuiți să împrumutăm anticipând niște câștiguri viitoare. Dar să nu ne lăsăm momiți de mirajul de a paria totul pe jocul cu miză mare de câștig pe care-l oferă piața imobiliară care nici pe departe nu e lipsită de riscuri. Ar trebui să avem o viziune sustenabilă privind atât costul creditului, cât și profitul investiției și un echilibru sustenabil între datorie și venit.

Și e inutil să mai insistăm că aceste reguli se aplică nu numai proprietății asupra casei. Se aplică și economiilor naționale. Ultima întrebare la care rămâne să răspundem – ca urmare a procesului pe care am ajuns să-l numim globalizare – este următoarea: cât de mult a fost tentată cea mai mare economie a lumii să ignore aceste reguli? Pe scurt, ce preț plătește o superputere a subprimelor?

## Capitolul 6

# De la Imperiu la Chimerica

Cu numai zece ani în urmă, în timpul crizei asiatice din 1997-1998, mulți credeau că aceste crize financiare apar cu precădere la periferia lumii economice, pe așa-numitele piețe emergente (numite înainte țări în curs de dezvoltare) din Asia de Est sau America Latină. Dar amenințările cele mai mari la adresa sistemului financiar în acest nou secol nu au venit dinspre periferie, ci dinspre centru. În cei doi ani după ce bula internetului din Silicon Valley a atins punctul culminant, în august 2000, bursa de valori din Statele Unite a scăzut la aproape jumătate. Abia în mai 2007, investitorii Standard & Poor's 500 își recuperaseră pierderile. Apoi, la numai trei luni, a izbucnit o nouă furtună financiară, de data asta pe piața creditelor, și nu la bursa de valori. După cum am văzut, criza a început în Statele Unite când milioane de familii americane au descoperit că nu mai pot plăti creditele ipotecare substandard în valoare de miliarde de dolari. A fost o vreme când crizele de acest fel ar fi aruncat tot restul sistemului financiar mondial în recesiune, dacă nu chiar în criză economică. Totuși, până la sfârșitul anului 2008 Asia nu prea a părut afectată de criza creditelor din Statele Unite. Ba chiar unii analiști, cum ar fi Jim O'Neill, șeful departamentului de cercetări globale la Goldman Sachs, spun că restul lumii, în frunte cu China, care cunoaște un boom financiar, se „decupla” de economia americană.

Dacă O'Neill are dreptate, trăim una dintre cele mai uimitoare modificări care au existat vreodată în echilibrul mondial al puterii financiare; sfârșitul unei ere, care durează de mai bine de un secol, din vremea când tempoul financiar al economiei mondiale era dictat de țările anglofone, mai întâi de Marea Britanie, apoi de America. Economia chineză a atins extraordinare momente de dezvoltare în ultimii 30 de ani, cu o rată anuală compusă de creștere a produsului intern brut pe cap de locuitor de 8,4%. Dar în ultima vreme acest ritm s-a intensificat și mai mult. După ce O'Neill și echipa sa au calculat pentru prima dată creșterea produsului intern brut al așa-numitului grup de țări BRIC (Brazilia, Rusia, India, China sau Big Rapidly Industrializing Countries – țările cu dezvoltare industrială rapidă), aceștia au arătat că în jurul anului 2040 China poate depăși Statele Unite<sup>1</sup>. Dar cele mai recente estimări ale lor au devansat această dată: 2027<sup>2</sup>. Economisții de la Goldman Sachs nu ignoră provocările cărora trebuie să le facă față China, fără îndoială, nu în ultimul rând bombei cu ceas demografice plasate de politica draconicului regim comunist privind dreptul de a avea un singur copil și consecințelor de mediu ale revoluției industriale supraaccelerate din Asia de Est<sup>3</sup>. Sunt conștienți și de presiunile inflaționiste din China, ilustrate de creșterea spectaculoasă a cotațiilor și a prețului alimentelor în 2008. Dar evaluarea generală e uimitor de pozitivă. Iar toate acestea demonstrează, foarte simplu, că istoria și-a modificat direcția în epoca noastră.

Acum trei sau patru sute de ani, era foarte dificil să faci diferența între venitul pe cap de locuitor din Occident și cel din Orient. Colonistul mediu din America de Nord, se spune, avea un nivel de trai nu cu mult mai ridicat decât țăranul chinez de rând. Ba chiar, în multe privințe, civilizația chineză din timpul Dinastiei Ming era mult mai complexă decât cea de la începuturile statului Massachusetts. Beijingul, secole de-a rândul cel mai mare oraș al lumii, întrecea cu mult Bostonul, așa cum flota de galioane a amiralului Zheng He de la începutul secolului al XV-lea eclipsa *Santa Maria* a lui Cristofor Columb. Părea că delta fluviului Yangtze are la fel de multe șanse ca și valea Tamisei să genereze inovații tehnologice majore menite să stimuleze productivitatea<sup>4</sup>. Totuși, între 1700 și 1950 a apărut o „mare divergență” între nivelul de trai dintre Occident și cel din Orient. În vreme ce în China se poate să fi avut loc o scădere absolută a venitului pe cap de locuitor în acea perioadă, societățile din nord-vest – în special Marea Britanie și ramificațiile sale coloniale – cunoșteau o creștere fără precedent multumită, în mare măsură, impactului revoluției industriale. În 1820, venitul pe cap de locuitor din Statele Unite era cam de două ori mai mare decât în China; în 1870 ajunsese de cinci ori mai ridicat, în 1913 de zece ori, iar în 1950 de aproape 22 de ori. Creșterea anuală a produsului intern brut pe cap de locuitor în Statele Unite între 1820 și 1950 a fost de 1,57%, iar în China de 0,24%<sup>5</sup>. În 1973, venitul mediu din China reprezenta, în cel mai bun caz, a douăzecea parte din cel din Statele Unite. Calculate în dolari internaționali la cursurile de schimb ale pieței, diferențele erau și mai mari. Chiar mai recent, în 2006, raportul dintre Statele Unite și China în privința venitului pe cap de locuitor era încă de 22,9 la 1.

Ce nu a funcționat în China între 1700 și 1970? Unul dintre argumente e că China nu a avut parte de două aspecte macroeconomice majore, absolut necesare pentru avântul nord-vestului din secolul al XVIII-lea. Primul a fost cucerirea celor două Americi și, în special, transformarea insulelor Caraibe în colonii producătoare de zahăr, „acri fictivi” care diminuau presiunile exercitate asupra unui sistem agricol european ce altfel ar fi putut genera venituri tot mai mici, precum în China. Iar al doilea a fost că bazele carbonifere se aflau în apropierea unor locuri potrivite pentru dezvoltarea industrială. Dar expansiunea colonială, pe lângă calorii, lemn, bumbac și lână mai ieftine, a avut și alte beneficii. A încurajat dezvoltarea tehnologiilor militare foarte utile – ceasuri, tunuri, lentile pentru instrumentele de navigație –, ce s-au dovedit a stimula foarte mult dezvoltarea utilajelor industriale<sup>6</sup>. Evident, au fost oferite multe alte explicații pentru marea divergență dintre Occident și Orient: diferențe legate de topografie, resursele naturale, cultură, atitudinile față de știință și tehnologie, chiar și diferențele de la nivelul evoluției umane<sup>7</sup>. Dar rămâne credibilă și ipoteza că problemele Chinei nu au fost legate doar de resurse, ci erau și de natură financiară. În primul rând, caracterul unitar al imperiului a împiedicat concurența fiscală, care s-a dovedit a fi un motor atât de important al inovațiilor financiare în Europa Renașterii și după aceea. În al doilea rând, ușurința cu care imperiul chinez își putea finanța deficitul prin emisiune monetară a descurajat apariția unor piețe de capital precum cele din Europa<sup>8</sup>. Și monedele emise și controlate de stat erau mult mai disponibile în China decât în Europa datorită excedentului comercial al Chinei. Pe scurt, Regatul de Mijloc a avut mult mai puține stimulente pentru a crea cambii comerciale, obligațiuni și acțiuni ordinare. Atunci când unele instituții financiare moderne au ajuns în cele din urmă și în China, la sfârșitul secolului al XIX-lea, erau parte a imperialismului occidental și, după cum vom vedea, au fost mereu vulnerabile în fața reacției patriotice negative față de influența străină<sup>9</sup>.

Globalizarea, în sensul de integrare rapidă a piețelor internaționale ale produselor, mărfurilor, muncii și capitalului, nu este un fenomen nou. În cele trei decenii de dinainte

de 1914, comerțul cu mărfuri a atins o proporție aproape la fel de mare în cadrul producției mondiale ca și în ultimii 30 de ani<sup>10</sup>. Într-o lume cu granițe mai puțin stricte, migrația internațională a fost, cu siguranță, mai amplă proporțional cu numărul populației; în 1910, mai bine de 14% din populația Statelor Unite se născuse în alte țări, în comparație cu mai puțin de 12% în 2003<sup>11</sup>. Deși, în termeni bruți, stocurile de capital internațional erau mai mari raportat la PIB în anii 1990 decât fuseseră cu un secol în urmă, în termeni de valoare netă sumele investite în străinătate – mai ales de țările bogate în țările sărace – erau cu mult mai mari înainte<sup>12</sup>. Acum mai bine de un secol, unii întreprinzători din Europa și America de Nord au înțeles că toată Asia oferea oportunități ispititoare. Pe la mijlocul secolului al XIX-lea, tehnologiile-cheie ale revoluției industriale puteau fi transferate oriunde. Întârzierile din domeniul comunicării fuseseră foarte mult diminuate datorită instalării unei rețele internaționale de cabluri submarine. Era capital din abundență și, după cum vom vedea, investitorii din Marea Britanie erau gata să-și riște banii în țări îndepărtate. Echipamentele erau ieftine, energia la îndemână, iar mâna de lucru atât de abundentă, încât confecționarea textilelor în China sau India ar fi trebuit să fie o afacere extrem de profitabilă<sup>13</sup>. Cu toate acestea, în ciuda investițiilor de peste un miliard de lire sterline din fonduri occidentale, promisiunea globalizării din epoca victoriană nu s-a realizat în cea mai mare parte a Asiei, lăsând în urmă gustul amar a ceea ce și astăzi este numită exploatarea colonială. Și, într-adevăr, atât de profundă a fost reacția împotriva globalizării de la mijlocul secolului, încât două dintre țările cu cea mai numeroasă populație din Asia au ajuns să se izoleze aproape cu totul de piața mondială din 1950 până în anii 1970.

În plus, ultima epocă a globalizării nu a avut un sfârșit fericit. Din contra, acum mai puțin de o sută de ani, în vara anului 1914, aceasta și-a dat sufletul nu cu un suspin, ci cu un bubuit asurzitor, în momentul în care principalii beneficiari ai globalizării economice au pornit cel mai distructiv război de până atunci. Credem că știm de ce capitalul internațional nu a reușit să determine o creștere sustenabilă în Asia înainte de 1914. Dar a fost vreo legătură între efectele integrării economice mondiale și izbucnirea Primului Război Mondial? Recent s-a sugerat că războiul ar trebui înțeles ca un fel de reacție împotriva globalizării, anunțat de creșterea tarifelor și limitarea imigrației din deceniul de dinainte de 1914 și salutat cu multă căldură de elitele agrare europene, a căror poziție era subminată de decenii de scăderea prețurilor produselor agricole și de emigrarea surplusului de lucrători agricoli către Lumea Nouă<sup>14</sup>. Înainte de a accepta veseli minunata și așa-zis „postamericana” lume nouă de astăzi<sup>15</sup>, trebuie să ne asigurăm că asemenea reacții neprevăzute nu vor ajunge să tragă preșul geopolitic de sub picioarele ultimei variante de globalizare.

## Globalizarea și Armagedonul

Se spunea că pe piețele emergente apar situații de „emergență”. Când investești în țări aflate cine știe pe unde, s-ar putea să te îmbogățești, dar când lucrurile iau o întorsătură proastă ar putea să fie cel mai scurt drum către ruină. După cum am văzut în capitolul 2, prima criză a creditelor din America Latină a avut loc demult, prin anii 1820. Tot o criză a unei piețe emergente, în Argentina, a fost cât pe ce să falimenteze Banca Barings în 1890, iar Nick Leeson din Singapore, care tranzacționa contracte futures, a dat lovitură de grație Băncii Baring 105 ani mai târziu. Criza datoriilor din America Latină din anii 1980

și criza asiatică din anii 1990 nu erau ceva fără precedent. Istoria finanțelor sugerează că multe dintre piețele emergente de astăzi ar trebui numite piețe reemergente\*. În acest moment, ultima piață reemergentă este China. După spusele unor investitori sinofili, precum Jim Rogers, acolo poți face bani fără număr<sup>16</sup>. Dar nu e prima dată când investitorii străini au băgat bani în active din China, visând să câștige sume imense în țara cu cea mai numeroasă populație din lume. Și merită să ne amintim că ultima dată și-au pierdut nu doar cămașa de pe ei, ci cămăși câte pot coase toți faimoșii croitori din Hong Kong la un loc într-o lună.

Problema principală cu investițiile realizate în străinătate era și atunci, ca și acum, că pentru investitorii din Londra sau New York este foarte dificil să afle ce pune la cale un guvern sau un întreprinzător care se află peste mări și țări. În plus, cele mai multe dintre țările neoccidentale aveau până de curând sisteme juridice pe care nu prea te puteai baza și norme contabile diferite. Dacă un partener de afaceri străin se hotăra să nu își mai plătească datoriile, un investitor aflat la celălalt capăt al lumii nu prea avea ce să facă. În prima epocă de globalizare, soluția acestei probleme a fost brutal de simplă și de eficientă: impunerea dominației europenilor.

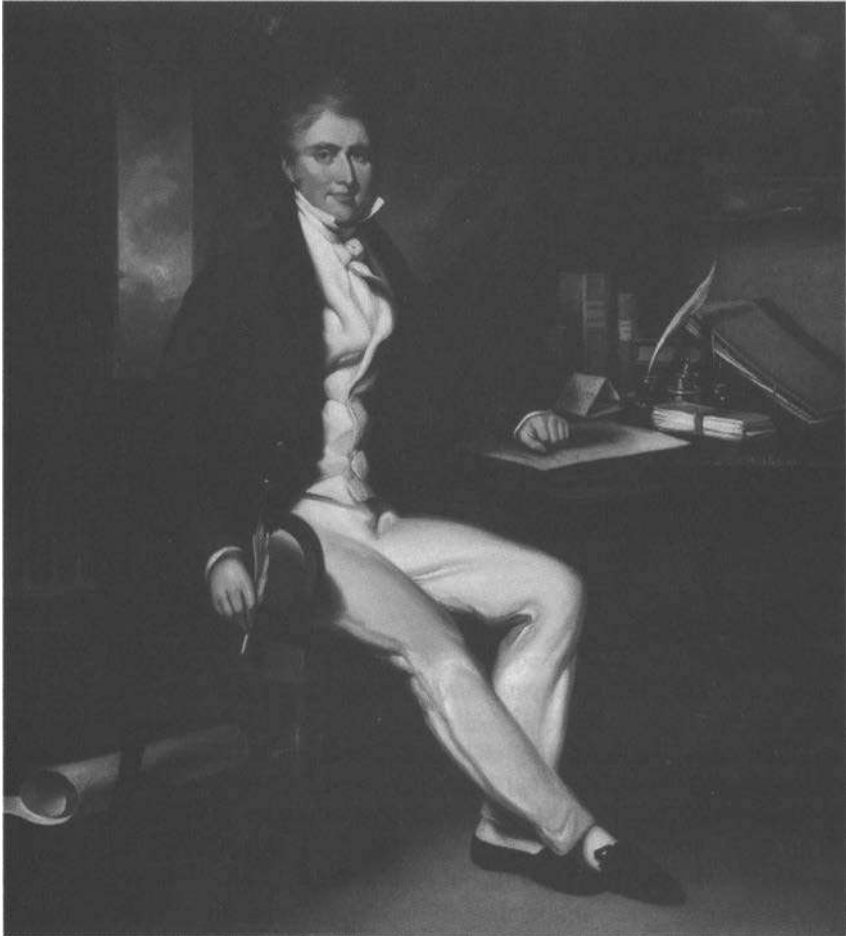
William Jardine și James Matheson erau doi pirați scoțieni care au înființat în 1832 o companie comercială în portul Guangzhou (care pe atunci se numea Canton) din sudul Chinei. Una dintre cele mai profitabile afaceri ale lor era să importe din India opiu produs de stat. Jardine fusese chirurg pe vasele Companiei Indiilor de Est, dar opiul pe care îl aducea în China nu era, cu siguranță, pentru uz medicinal. Această practică fusese interzisă de împăratul Yongzheng cu un secol înainte, în 1729, din pricina costului social ridicat al dependenței de opiu. În 10 martie 1839 la Canton a sosit un funcționar imperial, Lin Zexu, cu poruncă de la împăratul Daoguang să pună capăt acestui negoț o dată pentru totdeauna. Lin a blocat așa-numitele *godown* (depozite) din Guangzhou până când negustorii englezi aveau să se conformeze cererilor sale. În total au fost confiscate 20.000 de lăzi cu opiu în valoare de două milioane de lire sterline. Conținutul lor a fost alterat, pentru ca opiul să nu mai poată fi folosit, și apoi a fost aruncat în mare<sup>17</sup>. Chinezii au insistat ca începând din acel moment supușii britanici de pe teritoriul chinez să respecte legile din China. Aceste sancțiuni nu au fost deloc pe placul lui Jardine. În timpul crizei, Jardine, numit de chinezi „Bătrânul Șobolan cu Cap de Fier”, se afla în Europa și s-a dus imediat la Londra pentru a face lobby pe lângă guvernul britanic. După trei întâlniri cu ministrul de Externe, viconte Palmerston, se pare că Jardine l-a convins că se impunea o demonstrație de forță și că, având în vedere starea „jalnică a joncilor lor de luptă”, forțele britanice „îndestulătoare” aveau să învingă fără probleme. Pe 20 februarie 1840, Palmerston a emis ordinul. În iunie 1840 toate pregătirile erau încheiate. Imperiul Dinastiei Qing avea să simtă ce înseamnă forța statului care făcea trafic de droguri cu cel mai mare succes: Imperiul Britanic.

Așa cum a prezis Jardine, autoritățile chineze nu au reușit să facă față puterii navale britanice. Guangzhou a fost pus sub blocadă, insula Chusan (Zhoushan) a fost capturată. După o confruntare de zece luni, soldații britanici din infanteria marină au cucerit forturile care apărau gurile Fluviului Perlelor, calea navigabilă care lega Hong Kongul de Guangzhou. Potrivit Convenției de la Chuenpi, semnată în ianuarie 1841 (dar apoi respinsă de împărat), Hong Kongul devenea posesiune britanică. Tratatul de la Nanking, semnat un an mai târziu, după alte confruntări militare unilaterale, a consfințit această cesionare și a dat frâu liber

\* Sintagma *piețe emergente* a fost folosită pentru prima dată în 1980 de Antoine van Agtmael, economist la Banca Mondială.



comerțului cu opiu în cinci porturi, așa-numitele porturi ale tratatului: Canton, Amoy (Xiamen), Foochow (Fuzhou), Ningbo și Shanghai. Conform principiului extrateritorialității, supușii britanici puteau opera în aceste orașe având deplină imunitate în fața legii chineze.



„Bătrânul Șobolan cu Cap de Fier” William Jardine, cofondatorul firmei Jardine Matheson

Pentru China, Primul Război al Opiului a inaugurat o epocă a umilințelor. Dependența de acest drog a explodat. Misionarii creștini au destabilizat credințele confucianiste tradiționale. Iar în haosul creat de Răscoala Taiping – o răscoală țărănească îndreptată împotriva unei dinastii discreditate și condusă de autoproclamatul frate mai mic al lui Hristos – și-au pierdut viața între 20 și 40 de milioane de oameni. Dar pentru Jardine și Matheson, care s-au grăbit să cumpere terenuri în Hong Kong și, curând, și-au mutat și sediul principal pe Promontoriul de Est al insulei, sosiseră în fine zilele de glorie ale globalizării victoriene. Jardine's Lookout, unul dintre vârfurile cele mai înalte ale insulei, era pe atunci locul unde compania plasase un om care stătea de straajă permanent, urmărind vasele firmei care soseau de la Bombay, Calcutta sau Londra. Cum Hong Kongul devenea un centru comercial tot mai înfloritor, curând compania nu se mai ocupa doar cu opiul. La începutul anilor 1900, Jardine Matheson avea de-acum propriile fabrici de bere și de

prelucrare a bumbacului, propria companie de asigurări, propria linie de feribot, ba chiar și căi ferate proprii, inclusiv cea dintre Canton și Kowloon, construită între 1907 și 1911.



James Matheson, partenerul lui Jardine în negoșul cu opiu

La Londra, se deschideau nenumărate oportunități de investiții în străinătate. Nimic nu ilustrează asta mai bine decât registrele de la N M Rothschild & Sons, care dezvăluie extraordinara gamă de titluri de valoare pe care partenerii de la Rothschild le dețineau în portofoliile lor de multe milioane de lire sterline. Doar pe o singură pagină sunt trecute 20 de tipuri de titluri de valoare, inclusiv obligațiuni emise de statele Chile, Egipt, Germania, Ungaria, Italia, Japonia, Norvegia, Spania și Turcia, precum și titluri emise de 11 companii de căi ferate, între care cele din Argentina, două din Canada și una din China<sup>18</sup>. Nu doar cei câțiva membri ai unei elite financiare se puteau implica în aceste afaceri internaționale atât de diversificate. Încă din 1909, pentru suma mică de doi șilingi și șase penny, investitorii britanici puteau cumpăra cartea lui Henry Lowenfeld *Investiția: o știință exactă*, ce recomanda „un sistem sănătos de medii, bazat pe Distribuția Geografică a Capitalului”, ca mijloc „de reducere la minimum a contagiunii speculației în actul de investiție”<sup>19</sup>. După cum consemna Keynes mai târziu, în – pe bună dreptate – celebra sa lucrare *Urmările economice ale păcii*, un londonez cu posibilități medii nu trebuia să facă mare efort „ca să se aventureze să-și investească averea în resursele naturale și noile întreprinderi din oricare colț al lumii și să se bucure, fără mare strădanie și dificultăți, de roadele și avantajele acestora”<sup>20</sup>.

La acea vreme existau cam 40 de burse de valori răspândite în toată lumea, dintre care șapte erau prezente cu regularitate în presa financiară britanică. Bursa din Londra lista obligațiuni emise de 57 de guverne din țări suverane sau colonii. Dacă urmărim parcursul banilor de la Londra spre restul lumii, ni se dezvăluie adevărata amploare a

acestei prime globalizări. Aproape 45% din investițiile britanice mergeau spre Statele Unite, Canada și Australia, 20% spre America Latină, 16% spre Asia, 13% spre Africa și 6% spre restul Europei<sup>21</sup>. Dacă adunăm tot capitalul britanic obținut prin emisiunea de obligațiuni publice între 1865 și 1914, vedem că majoritatea acestuia a ajuns în străinătate; doar mai puțin de o treime a fost investit în Marea Britanie<sup>22</sup>. În 1913, în întreaga lume, valoarea totală a titlurilor de valoare a fost estimată la 158 de miliarde de dolari, dintre care 45 de miliarde (28%) erau obligațiuni internaționale. Din toate titlurile de valoare cotate la Bursa din Londra în 1913, aproape jumătate (48%) erau obligațiuni străine<sup>23</sup>. Valoarea brută a creanțelor străine în 1913 era echivalentă cu 150% din produsul intern brut al Marii Britanii, iar excedentul anual de cont curent se ridica la 9% din produsul intern brut din 1913 – dovadă a ceea ce acum s-ar putea numi o supracapitalizare britanică. E semnificativ faptul că o proporție mai mare a exportului de capital mergea spre țările relativ sărace înainte de 1913 decât în ultima vreme. În 1913, 25% din stocul mondial de capital străin era investit în țări cu un venit pe cap de locuitor reprezentând o cincime sau mai puțin din produsul intern brut al Statelor Unite pe cap de locuitor; în 1997, proporția era doar de 5%<sup>24</sup>.

Probabil că investitorii britanici erau atrași pe piețele străine pur și simplu de perspectiva unui profit mai mare în regiunile sărace în capital<sup>25</sup>. Poate că au fost încurajați de răspândirea etalonului aur sau de creșterea responsabilității fiscale a guvernelor străine. Dar e greu de crezut că s-ar mai fi realizat atât de multe investiții în străinătate înainte de 1914 dacă nu ar fi existat o creștere a puterii Imperiului Britanic. Între două cincimi și jumătate din investițiile britanice în străinătate s-au realizat în coloniile controlate de britanici. O parte substanțială s-a dus, de asemenea, și către țări ca Argentina și Brazilia, asupra cărora Marea Britanie exercita o influență neoficială considerabilă. Iar investițiile britanice în străinătate erau disproporționat de axate pe active care să sporească influența politică a Londrei: nu numai obligațiuni guvernamentale, ci și acțiuni emise pentru construcția de căi ferate, facilități portuare și mine. În parte, atracția pe care o exercitau titlurile de valoare din colonii era reprezentată de garanțiile explicite ale unora dintre ele<sup>26</sup>. Legea privind împrumuturile coloniale (1899) și Legea privind acțiunile coloniale (1900) au oferit, de asemenea, obligațiunilor coloniale același statut de garanție ca și obligațiunea-martor perpetuă a guvernului britanic, *consol*, transformându-le în investiții eligibile pentru băncile de depuneri și economii pentru fonduri fiduciare<sup>27</sup>. Dar adevărata atracție a obligațiunilor coloniale era mai degrabă implicită decât explicită.

Oamenii epocii victoriene au impus un anume grup de instituții în colonii care aveau menirea de a spori atractivitatea acestora pentru investitori. Aceștia au depășit principiile treimii gladstoniene – sistem monetar sănătos, bugete echilibrate și comerț liber – și au inclus și domnia legii (și anume, în special, drepturile asupra proprietății concepute în stil britanic) și o administrație relativ necoruptă, ca parte a „politicilor publice” ale liberalismului imperial de la sfârșitul secolului al XIX-lea. Respectarea contractelor de împrumut încheiate cu creditorii coloniali putea fi impusă cu forța mai ușor decât în cazul unor state independente. De aceea, după cum nota Keynes mai târziu, „Rhodesia de Sud – un teritoriu în mijlocul Africii cu doar câteva mii de locuitori albi și mai puțin de un milion de locuitori negri – putea să ofere un credit fără garanții în condiții deloc diferite de Creditul de Război [Britanic]”, iar investitorii puteau prefera „acțiuni nigeriene (care nu aveau garanțiile guvernului britanic) în locul... unor obligațiuni ale Companiei Căilor Ferate de Nord-Est”<sup>28</sup>. Prin impunerea legislației britanice (cum s-a întâmplat în Egipt în 1882) s-a ajuns practic la garantarea imposibilității „incapacității de plată”; investitorii aveau o singură incertitudine: cât va dura dominația britanică acolo. Înainte

de 1914, în ciuda intensificării mișcărilor naționaliste în posesiuni foarte diferite cum ar fi Irlanda sau India, independența politică părea o posibilitate foarte îndepărtată pentru cele mai multe popoare. Pe atunci chiar și coloniile importante ale coloniștilor albi beneficiau doar de o autonomie politică limitată. Și nici o colonie nu părea mai departe de a-și câștiga independența ca Hong Kongul.

Între 1865 și 1914, investitorii britanici au investit cel puțin 74 de milioane de lire sterline în active chineze, o mică parte din totalul de 4 miliarde de lire sterline investite în străinătate în 1914, dar o sumă importantă pentru sărăcita Chină<sup>29</sup>. Dar asta, fără îndoială, îi încredința pe investitori, începând din 1854, că Marea Britanie nu numai că stăpânea Hong Kongul ca o colonie a coroanei, ci controla și întregul sistem de vămi maritime ale Imperiului Chinez, pentru a se asigura că măcar o parte a taxelor vamale colectate din porturile Chinei erau menite să acopere dobânda obligațiunilor deținute de britanici. Dar nu erau lipsite de primejdii nici cartierele generale ale europenilor din așa-numitele porturi ale tratatului, unde flutura steagul Marii Britanii și unde *taipanol* își savura ginul tonic. Indiferent cât de mult controla Marea Britanie Hong Kongul, n-a putut împiedica China să se implice mai întâi într-un război cu Japonia în 1894-1895, apoi în Revolta Boxerilor din 1900, iar în cele din urmă în rebeliunea care a alungat Dinastia Qing în 1911 – o revoluție declanșată în parte și de nemulțumirea chinezilor față de amplexarea dominației străine asupra economiei lor. Și toate aceste tulburări i-au lovit pe investitori acolo unde îi dureau mai tare : la portofel. Așa cum s-a întâmplat și în crizele politice de mai târziu – invazia japoneză din 1941 sau preluarea de către China în 1997 –, investitorii în Hong Kong au văzut cum valoarea obligațiunilor și a acțiunilor chinezești a scăzut mereu<sup>30</sup>. Iar această vulnerabilitate a globalizării timpurii în fața războaielor și revoluțiilor nu a fost specifică numai Chinei. S-a dovedit a fi valabilă pentru întregul sistem financiar mondial.

Cele trei decenii de dinainte de 1914 au fost ani de aur pentru investitori internaționali – în adevăratul sens al cuvintelor. Comunicațiile cu piețele străine s-au îmbunătățit foarte mult : în 1911, ca să ajungă de la New York la Londra, unui mesaj telegrafic îi trebuiau doar treizeci de secunde, iar costurile pentru trimiterea lui erau de doar 0,5% față de cele din 1866. Aproape toate băncile centrale europene aderaseră la etalonul aur în 1908 ; asta însemna că aproape toate puteau recurge la rezervele lor de aur, crescând rata dobânzilor (altfel spus, intervenind pe piață) dacă se confruntau cu o ieșire de valută. Cel puțin asta simplifica viața investitorilor, reducând riscurile unei fluctuații majore a schimbului valutar<sup>31</sup>. Guvernele de pretutindeni păreau, de asemenea, să-și îmbunătățească situația fiscală după ce perioadele de deflație din anii 1870 și 1880 au făcut loc unei ușoare inflații pe la mijlocul anilor 1890, ceea ce a redus povara datoriilor în termeni reali. Creșterea economică a dus și la creșterea veniturilor din impozite<sup>32</sup>. Totuși, ratele dobânzilor pe termen lung au rămas scăzute. Deși etalonul de valoare al obligațiunilor perpetue britanice a crescut cu peste un punct procentual între 1897 și 1914, acesta era la cel mai scăzut nivel din toate timpurile, adică 2,25%. Iar ceea ce am numi acum ecarteri ale piețelor emergente s-au redus considerabil, în ciuda unor episoade majore de incapacitate de plată a datoriei în anii 1870 și 1890. În afara unor obligațiuni emise de imprevizibilele Grecia și Nicaragua, nici una dintre obligațiunile din țările suverane sau coloniale care se tranzacționau la Londra în 1913 nu a crescut cu mai mult de două puncte procentuale peste etalonul de valoare al obligațiunilor perpetue, iar majoritatea ofereau un profit și mai scăzut. Asta însemna că oricine cumpărase un portofoliu de obligațiuni străine în, să zicem, 1880 se putea bucura acum de un frumos câștig de capital<sup>33</sup>.

După 1880, profiturile și volatilitatea obligațiunilor celorlalte mari puteri, care însemnau aproape jumătate din datoriile suverane străine înregistrate la Londra, au cunoscut un declin continuu, sugerând că și primele de risc politic au scăzut. Înainte de 1880, obligațiunile austriece, franceze, germane și rusești fluctuau chiar violent ca răspuns la informațiile politice; în schimb, diferitele alarme diplomatice și incursiuni din deceniul de dinainte de 1914, cum au fost cele din Maroc sau Balcani, abia dacă au provocat un ușor tremur pe piața obligațiunilor de la Londra. Deși bursa Marii Britanii n-a înregistrat mișcări semnificative ca urmare a exploziei bulei Kaffir (mina de aur) din 1895-1900, profiturile au înregistrat un trend descendent. Există totuși unele indicii care stabilesc o legătură între aceste trenduri și o creștere a lichidităților pe termen lung, în parte datorită sporirii producției de aur și, mai important, datorită unor inovații financiare prin care băncile cu acțiuni mixte și-au extins balanțele în funcție de rezerve, iar băncile de economii au reușit să atragă depozite din zona clasei mijlocii și a familiilor mai sărace<sup>34</sup>.

Toate aceste trenduri economice benigne au încurajat optimismul general. Pentru o mulțime de oameni de afaceri – de la Ivan Bloch din Rusia țaristă la Andrew Carnegie din Statele Unite – era cât se poate de limpede că ideea unui război major ar fi fost catastrofal pentru sistemul capitalist. În 1898, Bloch a publicat o lucrare masivă în șase volume intitulată *Viitorul războiului*, în care susținea că, datorită progresului tehnologic în domeniul armelor de distrugere, războiul nu mai avea nici un viitor. Orice încercare de a purta un război pe scară largă ar duce la „falimentul națiunilor”<sup>35</sup>. În 1910, în același an în care Carnegie crea Fundația pentru Pace Internațională, Norman Angell, jurnalist britanic cu înclinații de stânga, publica lucrarea *Marea iluzie* și argumenta că un război între marile puteri a devenit o imposibilitate economică tocmai „datorită delicatei interdependențe a finanțelor noastre bazate pe credit”<sup>36</sup>. În primăvara anului 1914, o comisie internațională a publicat un raport privind crimele comise în cursul Războaielor Balcanice din 1912-1913. În ciuda faptului evident că acele războaie fuseseră purtate *à l'outrance* între populații întregi, președintele comisiei nota în cuvântul său introductiv că marile puteri ale Europei (spre deosebire de stătuțele balcanice) „au descoperit adevărul evident că cele mai bogate țări au cel mai mult de pierdut într-un război și, deci, toate aceste țări își doresc pacea mai mult decât orice”. Unul dintre membrii britanici ai comisiei, Henry Noel Brailsford – un aprig suporter al Partidului Laburist Independent și un acerb critic al industriei de armament (*Războiul oțelului și aurului*) –, declara :

În Europa, epoca cuceririlor s-a încheiat și, în afară de zona Balcanilor și poate de fruntariile imperiilor austriac și rusesc, e cât se poate de sigur, atât cât poate fi sigur ceva în politică, că frontierele statelor noastre naționale sunt trasate definitiv. Convingerea mea e că nu vor mai fi alte războaie între cele șase mari puteri<sup>37</sup>.

La început, piețele financiare nu s-au sinchisit că Gavriilo Princip l-a asasinat pe moștenitorul tronului austriac, arhiducele Franz Ferdinand, în capitala Bosniei, Sarajevo, pe 28 iunie 1914. Abia pe 22 iulie presa financiară și-a exprimat oarecare îngrijorări mai serioase că criza din Balcani poate escalada și se poate transforma într-o criză mai gravă și mai amenințătoare din punct de vedere economic. Când, în cele din urmă, cu întârziere, investitorii au simțit posibilitatea unui război european pe scară largă, lichiditățile au dispărut din economia mondială de parcă s-ar fi rupt fundul butoiului. Primul simptom al crizei războiului a fost o creștere a primelor de asigurare în transporturile maritime în urma ultimatumului pe care Austria l-a dat Serbiei (care cerea, printre altele, să li se permită oficialilor austrieci să vină în Serbia să cerceteze dovezile de implicare a Belgradului

în acest asasinat). Prețul obligațiunilor și acțiunilor a început să scadă pe măsură ce investitorii prudenți au căutat să-și sporească lichiditățile transformându-le în bani gheață. Investitorii europeni, în special, s-au grăbit să înceapă să-și vândă titlurile de valoare rusești, urmate de cele americane. Ratele de schimb au luat-o razna ca urmare a eforturilor creditorilor cu bani împrumutați în străinătate de a-și repatria banii : valoarea lirei sterline și a francului a urcat, în vreme ce rubla și dolarul au căzut<sup>38</sup>. La 30 iulie, panica a cuprins cele mai multe piețe financiare<sup>39</sup>. Primele firme din Londra care au resimțit presiunea au fost așa-numitele firme de intermediere de la bursă, care se bazau în foarte mare măsură pe bani împrumutați pentru a-și finanța cumpărarea de capital. Pe măsură ce ordinele de vânzare au început să vină masiv, valoarea acțiunilor lor a scăzut sub valoarea datoriilor, forțând unele firme să intre în faliment (în special Derenberg & Co). Sub presiune au fost și firmele comerciale ale brokerilor de cambii din Londra, multe dintre acestea având de recuperat importante sume de la parteneri de pe continent care acum erau fie în imposibilitate de a remite fondurile, fie nu doreau să facă asta. Dificultățile acestora se reflectau, la rândul lor, asupra băncilor de accept (elita băncilor comerciale), care erau în prima linie a efectelor dacă partenerii străini intrau în incapacitate de plată, pentru că acceptaseră cambii. Dacă băncile de accept dădeau faliment, și brokerii de cambii cădeau odată cu ele, probabil și băncile mai mari constituite ca societăți pe acțiuni, care zilnic împrumutau milioane pe termen scurt pieței de scont. Decizia societăților bancare pe acțiuni de a-și rechema împrumuturile a adâncit și mai mult ceea ce am numi acum criza creditului<sup>40</sup>. Iar pe măsură ce toată lumea s-a repezit să vândă active și să-și sporească lichiditățile, cotațiile la bursă au căzut, compromițând acele firme de brokeraj care împrumutaseră fonduri garantând cu acțiuni. Clienții din țară au început să se teamă de o criză a băncilor. S-au format cozi fiindcă oamenii s-au repezit să schimbe bancnotele pe monede de aur la Banca Angliei<sup>41</sup>. Suspendarea efectivă a rolului Londrei ca centru al creditării internaționale a contribuit la extinderea crizei din Europa în restul lumii.

Probabil cea mai remarcabilă caracteristică a crizei din 1914 a fost închiderea principalelor burse din lume pe o perioadă de cinci luni. Prima s-a închis bursa din Viena (la 27 iulie). La 30 iulie, toate bursele de pe continent și-au închis porțile. A doua zi, bursele din Londra și New York s-au văzut obligate să facă același lucru. Deși o amânată zi de negociere s-a desfășurat fără incidente pe 18 noiembrie, Bursa din Londra s-a redeschis abia pe 4 ianuarie 1915. Nu se mai întâmplase așa ceva de la înființarea sa în 1773<sup>42</sup>. Bursa din New York s-a redeschis pentru niște tranzacții limitate (obligațiuni contra lichidități) pe 28 noiembrie, însă tranzacționarea complet nerestricționată s-a reluat abia pe 1 aprilie 1915<sup>43</sup>. Și nu numai bursele de valori s-au închis din cauza crizei. Cele mai multe dintre bursele de mărfuri din Statele Unite au fost nevoite să-și suspende tranzacțiile, la fel cum au făcut și cele mai multe piețe de schimb valutar din Europa. De exemplu, London Royal Exchange a stat închisă până la 17 septembrie<sup>44</sup>. Se pare că, dacă nu s-ar fi închis aceste piețe, colapsul prețurilor ar fi ajuns la același nivel extrem ca în 1929, dacă nu și mai rău. Nici un alt act de terorism sprijinit de stat nu a avut consecințe financiare mai grave decât cel comis de Gavrilo Princip în 1914.

Din nou, adoptarea etalonului aur aproape în întreaga lume a constituit o consolare pentru investitori. Dar în criza din 1914 acesta a avut tendința de a accentua criza lichidităților. Unele bănci centrale (în special Banca Angliei) au crescut rata de scont în faza inițială a crizei, într-o încercare inutilă de a-i descuraja pe străini să-și repatrieze capitalul și, în acest fel, să afecteze rezervele de aur. Înainte de declanșarea ostilităților s-a dezbătut pe larg eficiența rezervelor de aur în eventualitatea unei situații de criză ; într-adevăr, aceste dezbateri constituie aproape singura dovadă că lumea financiară nu s-a

gândit o clipă la situațiile dificile care aveau să vină<sup>45</sup> Totuși, etalonul aur nu era legat mai rigid de convertibilitate decât este astăzi dolarul monedă de referință în Asia și Orientul Mijlociu ; în situația dramatică a războiului, o seamă de țări, începând cu Rusia, au suspendat pur și simplu convertibilitatea monedei lor. Atât în Marea Britanie, cât și în Statele Unite s-a păstrat oficial convertibilitatea, dar aceasta putea fi suspendată imediat ce s-ar fi considerat necesar. (Băncii Angliei i s-a acordat dreptul de suspendare prin legea din 1844, care impunea un raport exact între rezervele băncii și emisiunea de bancnote, dar asta nu echivala cu suspendarea plăților în numerar, care puteau fi ușor menținute cu o rezervă mai redusă.) De fiecare dată, crizele au impulsionat emisiunile de bancnote pentru cazuri de urgență : în Marea Britanie, a bonurilor de tezaur de o liră și zece șilingi ; în Statele Unite, valuta pentru situații de urgență pe care băncile erau autorizate să o emită conform Legii Aldrich-Vreeland din 1908<sup>46</sup> Atunci, ca și acum, autoritățile au reacționat la criza lichidităților prin emisiuni de bani.

Și nu s-a socotit că ar fi necesare doar aceste măsuri. La Londra, vacanța bancară din ziua de luni, 3 august, a fost prelungită până joi, 6 august. Prin decret regal, plata cambiilor al căror termen expira a fost amânată vreme de o lună. Un moratoriu de o lună a fost inclus în mare grabă în legislație și asupra altor plăți ajunse la termen (în afară de salarii, taxe, pensii și alte asemenea). (Toate aceste moratorii au fost mai apoi extinse până în 19 octombrie și apoi 4 noiembrie.) Pe 13 august, ministrul Trezoreriei a dat asigurări Băncii Angliei că, dacă va efectua plăți înainte de scadență pentru toate bonurile acceptate înainte de 4 august (data la care a fost declarată starea de război) „fără consecințe pentru deținătorii acestora”, Trezoreria va suporta costurile oricăror pierderi ce ar surveni pentru bancă. Aceasta a însemnat un ajutor guvernamental pentru băncile de scont și a deschis porțile pentru o masivă extindere a bazei monetare, datorită avalanșei de obligațiuni asupra băncii pentru a fi scontate. Pe 5 septembrie, acest ajutor guvernamental a fost extins și la băncile de accept<sup>47</sup> Înțelegerile în această privință au diferit de la țară la țară, dar aceste subterfugii au fost în mare măsură similare și de o amploare fără precedent : închiderea temporară a burselor, moratorii asupra datoriilor, emisiuni de urgență de bancnote puse pe piață de guverne, acțiuni de salvare a celor mai vulnerabile instituții. În toate aceste privințe, autoritățile erau pregătite să meargă mult mai departe decât o făcuseră în alte crize pur financiare. Așa cum se întâmplase și în precedentul „război mondial” (împotriva Franței revoluționare și apoi napoleoniene în urmă cu mai bine de un secol), s-a înțeles că războiul din 1914 era o situație de urgență deosebită, justificând măsuri care ar fi fost de neconceput în vreme de pace, printre care (după cum spunea un lord conservator) „exonerarea bancherilor... de orice răspundere”<sup>48</sup>

Închiderea burselor de valori și intervenția autorităților prin furnizarea de lichidități au evitat aproape sigur o catastrofală vânzare de active la prețuri de lichidare. Acțiunile la Bursa din Londra erau și așa cu 7% mai scăzute din anul când tranzacțiile fuseseră suspendate, și asta înainte să înceapă confruntările armate. Informațiile disparate privind tranzacțiile cu obligațiuni (care se desfășurau efectiv în stradă în perioada în care bursa fusese închisă) oferă o imagine a pierderilor pe care investitorii erau nevoiți să le suporte în ciuda eforturilor autorităților. La sfârșitul anului 1914, obligațiunile rusești scăzuseră cu 8,8%, etalonul de valoare al obligațiunilor perpetue britanice cu 9,3%, acele *rentes* franțuzești cu 13,2%, iar obligațiunile austriece cu 23%<sup>49</sup> Ca să folosim cuvintele lui Patrick Shaw-Stewart de la banca Barings, a fost „unul dintre cele mai îngrozitoare lucruri cu care s-a confruntat lumea finanțelor de la Londra de când există ea”<sup>50</sup> Și totuși acesta era doar începutul. Contrar iluziilor că avea să fie un „război pe termen scurt” (iluzii mai răspândite în mediile financiare decât în cele militare), aveau să mai urmeze încă

patru ani de vărsare de sânge și o perioadă și mai lungă de pierderi financiare. Orice investitor imprudent sau destul de patriot încât să se agațe de titluri de mare valoare (obligațiuni perpetue britanice sau noile Obligațiuni de Război ale Regatului Unit) avea să sufere pierderi din cauza regularizărilor în funcție de inflație de până la 46% în 1920. Chiar și rentabilitatea reală la capitalul nominal britanic a fost negativă (minus 27%)<sup>51</sup>. Inflația din Franța și hiperinflația din Germania au provocat pierderi și mai mari tuturor celor destul de imprudenți ca să mai păstreze importante active în franci sau mărci. În 1923, deținătorii de titluri de valoare germane de orice fel pierduseră totul, deși reevaluarea stabilită de legislațiile ulterioare le-a reconstituit o parte din capitalul inițial. Cei cu portofolii substanțiale de obligațiuni austriece, maghiare, otomane și rusești au pierdut de asemenea masiv – chiar și cele denominate în aur – când imperiile Habsburgilor, otomanilor sau Romanovilor s-au prăbușit cu totul sub presiunea războiului. Pierderile au fost drastice și bruște în cazul obligațiunilor rusești, pe care regimul bolșevic a refuzat să le mai plătească din februarie 1918. În acel moment, obligațiunile rusești cu 5% dobândă din emisiunea 1906 erau negociate sub 45% din valoarea lor nominală. Speranța unor înțelegeri cu creditorii străini a dăinuit pe tot parcursul anilor 1920, când acele obligațiuni erau vândute la aproximativ 20% din valoarea nominală. În anii 1930 acestea nu mai aveau nici o valoare<sup>52</sup>.

În ciuda celor mai insistente eforturi ale bancherilor, care au continuat să acorde credite în speranța plății deloc promițătoare a reparațiilor de război germane, s-a dovedit că e imposibil să se restabilească vechea ordine a mobilității libere a capitalului între războaie. Criza valutelor, incapacitățile de plată, disputele privind reparațiile și datoriile de război, precum și izbucnirea crizei au determinat tot mai multe țări să impună controale asupra capitalurilor și schimbului valutar, precum și tarife protecționiste și alte restricții comerciale, în încercarea vană de a păstra averea națională pe seama schimburilor internaționale. De exemplu, pe 19 octombrie 1921, guvernul chinez și-a declarat falimentul și a încetat aproape toate plățile externe ale Chinei. A fost o istorie care s-a repetat pretutindeni în lume, de la Shanghai la Santiago, de la Moscova la Ciudad de Mexico. Până la sfârșitul anilor 1930, cele mai multe dintre statele lumii, chiar și cele care și-au păstrat libertatea politică, impuseseră ca măsuri normale restricții asupra comerțului, migrației și investițiilor. Unele au ajuns la o cvasitotală autosuficiență economică (autarhie), idealul unei societăți deglobalizate. În mod onștient sau nu, toate guvernele au adoptat în perioada de pace restricțiile economice care fuseseră impuse pentru prima dată între 1914 și 1918.

\*

Originile Primului Război Mondial au devenit vizibile imediat după izbucnirea sa. Abia atunci liderul bolșevic Lenin și-a dat seama că războiul era o consecință inevitabilă a rivalităților imperialiste. Abia atunci liberalii americani au descoperit că diplomația secretă și păienjenishul alianțelor europene fuseseră principalele cauze ale conflictului. Firește, britanicii și francezii au dat vina pe nemți; la rândul lor, aceștia au dat vina pe britanici și francezi. De mai bine de nouăzeci de ani, istoricii își tot îmbunătățesc și își modifică argumentele în această privință. Unii chiar au descoperit originile războiului în competiția navală de la mijlocul anilor 1890, alții în evenimentele din Balcani de după 1907. Atunci de ce, în situația în care cauzele sunt astăzi atât de evidente și de numeroase, contemporanii au ignorat cu totul acest Armagedon înainte ca acesta să se abată asupra lumii? Unul dintre răspunsurile posibile ar fi acela că vederea le era încețoșată de un



amestec de lichidități din belșug și curgerea timpului. Combinația dintre integrarea mondială și inovațiile financiare făcuse ca lumea să le pară investitorilor convingător de sigură. În plus, trecuseră treizeci și patru de ani de la ultimul mare război european, dintre Franța și Germania, care, din fericire, fusese unul de scurtă durată. Firește, din punct de vedere geopolitic, globul părea a fi o lume sigură. Dar oricine citea *Daily Mail* putea să-și dea seama că cursa înarmărilor și rivalitățile imperiale europene aveau să ducă într-o bună zi la un război major; într-adevăr, circula o întreagă maculatură literară bazată pe ideea unui război anglo-german. Și totuși pe piețele financiare pâlăia o lumină verde, nu roșie, și asta chiar până în ajunul dezastrului.

Aici ar putea fi și o lecție pentru vremurile noastre. Pentru prima eră a globalizării financiare a fost nevoie de cel puțin o generație. Dar a fost spulberată în doar câteva zile. Și va fi nevoie de mai bine de două generații pentru a repara daunele provocate de tunurile din august 1914.

## Asasinii economici

Din anii 1930 până spre sfârșitul anilor 1960, situația financiară internațională și ideea globalizării au stat în adormire – unii au socotit chiar că ar fi moarte<sup>53</sup>. Economistul american Arthur Bloomfield scria în 1946:

Acum s-a consolidat o doctrină deosebit de respectată, deopotrivă în cercurile academice și în cele bancare, că o măsură substanțială de control *direct* asupra mișcării capitalului privat, în special asupra așa-numitului capital fierbinte (mobil) în diversele sale variante, va fi de dorit în cele mai multe țări, nu numai pentru următorii ani care ne stau în față, ci și pe termen lung... Această întoarcere doctrinală cu 180 de grade reprezintă o deziluzie larg răspândită, rezultată din comportamentul distructiv al acestor mișcări de capital în anii interbelici<sup>54</sup>.

Aliații, care aveau să fie curând victorioși, s-au întâlnit în iulie 1944 la Bretton Woods, în Munții Albi din New Hampshire, pentru a defini o nouă arhitectură financiară după război. În concepția acestei noi ordini internaționale, comerțul avea să fie treptat liberalizat, restricțiile în privința mișcărilor de capital rămânând însă neatinse. Ratele de schimb aveau să fie fixe, ca pe vremea etalonului aur, însă de acum moneda de referință – valuta internațională de rezervă – avea să fie dolarul, și nu aurul (deși, în principiu, dolarul însuși rămânea convertibil în aur, din care imense cantități zăceau încremenite, dar totemice, la Fort Knox). După cum spunea Keynes, unul dintre arhitecții sistemului de la Bretton Woods, „controlul mișcărilor de capital” avea să fie „o trăsătură permanentă a sistemului postbelic”<sup>55</sup>. Chiar și turiștii puteau fi împiedicați să plece în străinătate cu mai mult decât valuta din buzunar dacă guvernele se simțeau incapabile să-și facă moneda națională convertibilă. Când cantități importante de capital au trecut totuși granițele naționale, transferul s-a făcut la nivel guvernamental – precum Ajutorul Marshall\*, care a ajutat la refacerea Europei Occidentale devastate, între anii 1948 și 1952<sup>56</sup>. Cei doi

\* Valoarea totală distribuită prin Planul Marshall a fost echivalentul a aproximativ 5,4% din produsul intern brut al Statelor Unite din anul în care generalul George Marshall a ținut importantul său discurs sau 1,1% distribuită pe toată perioada de desfășurare a programului, care s-a întins din aprilie 1948, când a fost aprobată Legea Asistenței pentru Străinătate, până în iunie 1952, când s-au făcut ultimele plăți. Dacă ar fi existat un Plan Marshall între 2003 și 2007, ar fi însemnat un cost de 550 de miliarde de dolari. Prin comparație, actualul ajutor

„îngeri” de pază ai acestei noi ordini aveau să fie stabiliți la Washington, DC : Fondul Monetar Internațional și Banca Internațională pentru Reconstrucție și Dezvoltare, cunoscută mai târziu (în combinație cu Asociația Internațională de Dezvoltare) drept Banca Mondială. După cum spunea actualul președinte al Băncii Mondiale, Robert Zoellick, „FMI era menit să regularizeze ratele de schimb. Ceea ce s-a transformat în Banca Mondială trebuia să ajute la reconstrucția țărilor distruse de război. Comerțul liber avea să fie revitalizat. Dar despre liberalizarea mișcării capitalului nu putea fi vorba” Așa încât în următorul sfert de veac guvernele au rezolvat cu adevărat așa-numita „trilemă”, conform căreia o țară putea alege doar două din trei opțiuni politice :

1. libertate deplină pentru mișcările de capital peste graniță ;
2. o rată fixă a schimbului valutar ;
3. o politică monetară independentă orientată spre obiective interne<sup>57</sup>

Conform înțelegerii de la Bretton Woods, țările occidentale au optat pentru prevederile 2 și 3. Și, într-adevăr, tendința era de a întări și mai mult controlul asupra capitalului odată cu trecerea timpului. Un bun exemplu e Legea Egalizării Dobânzilor adoptată de Statele Unite în 1963, care a fost înadins concepută pentru a-i descuraja pe americani să investească în titluri de valoare străine.

Dar sistemul de la Bretton Woods a avut întotdeauna o hibă. Pentru așa-numita Lume a Treia, diferitele încercări de a adapta Planul Marshall prin programe interguvernamentale de ajutorare s-au dovedit a fi o decepție. De-a lungul timpului, ajutorul american a fost asigurat și prin condiții politice și militare care nu întotdeauna au fost spre folosul deplin al beneficiarilor. Însă chiar dacă lucrurile ar fi fost altfel, e îndoielnic ca acest sistem de injecții de capital conceput de niște economiști americani ca Walt Rostow\* să fi fost soluția pentru problemele economice ale celor mai multe dintre țările din Africa, Asia și America Latină. Mare parte din acest ajutor a fost direcționat către țări sărace, dar cea mai bună parte a acestuia a fost fie risipit zadarnic, fie furat<sup>58</sup>. În situația în care înțelegerea de la Bretton Woods a reușit într-adevăr să genereze o nouă bogăție prin accelerarea refacerii Europei Occidentale, nu puteau decât să se simtă frustrați acei investitori care au văzut riscul unei excesive favorizări a obiectivelor autohtone. Și, câtă vreme această înțelegere le îngăduia țărilor să subordoneze politica monetară în scopul folosirii integrale interne, se creau conflicte potențiale între opțiunile 2 și 3 ale trilemei. Spre sfârșitul anilor 1960, deficitul public al Statelor Unite era neglijabil după standardele de astăzi, dar destul de mare pentru a determina proteste din partea Franței că Washingtonul își exploatează statutul rezervelor valutare pentru a primi privilegiul seniorului din partea creditorilor străini prin noi emisiuni de dolari, cam tot așa cum monarhii medievali își exploatau dreptul de monopol asupra monetărilor pentru a devaloriza valuta. Decizia administrației Nixon de a reteza și ultima legătură cu etalonul aur (anulând convertibilitatea în aur a dolarului) a anunțat moartea înțelegerii de la Bretton Woods în 1971<sup>59</sup>. Când, în 1973, a venit lovitura războiului arabo-israelian și a embargoului petrolului arab, majoritatea băncilor centrale au avut tendința de a evita șocul prețurilor prin măsuri de înlesnire a

---

economic pentru străinătate din timpul administrației Bush dintre 2001 și 2006 a totalizat mai puțin de 150 de miliarde de dolari, în medie sub 0,2% din produsul intern brut.

Rostow, autorul lucrării *The Stages of Economic Growth : A Non-Communist Manifesto* (1960), oferea consiliere economică și strategică cam în aceeași măsură administrațiilor democratice din anii 1960. Fiind un fel de consilier de securitate națională al președintelui Lyndon Johnson, el a fost strâns asociat cu escaladarea Războiului din Vietnam.

creditului, ceea ce a dus exact la criza inflaționistă de care se temuse Jacques Rueff, consilierul generalului de Gaulle<sup>60</sup>.

Odată cu liberalizarea variabilității valutelor și înflorirea piețelor de obligațiuni străine, precum cele europene, anii 1970 au cunoscut o revigorare a exportului de capital neguvernamental. În special băncile occidentale au dat buzna să recicleze surplusul în creștere rapidă de capital al țărilor exportatoare de petrol. Iar regiunea pe care bancherii au ales s-o crediteze cu petrodolarii din Orientul Mijlociu era o veche favorită. Între 1975 și 1982, America Latină și-a sporit de patru ori valoarea împrumuturilor străine, de la 75 de miliarde la peste 315 miliarde de dolari. (Țările din estul Europei s-au implicat și ele în această piață a creditelor, semn sigur al tristei sorți care pândea blocul comunist.) Apoi, în august 1982, Mexicul a anunțat că va intra în incapacitate de plată. Un întreg continent se clătina în pragul falimentului. Dar de acum trecuseră zilele când investitorii puteau fi încrezători că guvernele lor aveau să trimită o navă militară atunci când un guvern străin își încălca angajamentele. De data aceasta rolul de poliție financiară trebuia jucat de doi bancheri neînarmați, Fondul Monetar Internațional și Banca Mondială. Noul lor cuvânt de ordine a devenit o „condiționalitate” nu faci reforme, nu primești bani. Mecanismul lor preferat era programul de ajustare structurală. Iar politica pe care țările debitoare trebuiau să o adopte a devenit cunoscută sub numele de Consensul de la Washington, o listă cu zece politici economice care în urmă cu o sută de ani ar fi încălzit inima administrației imperiale britanice\*. Punctul 1 prevedea impunerea disciplinei fiscale pentru reducerea sau eliminarea deficitelor. Baza de impozitare urma să fie lărgită, iar rata taxelor scăzută. Piața trebuia să stabilească ratele dobânzii și ratele de schimb. Comerțul urma să fie liberalizat și, un lucru esențial, la fel și fluxul de capital. Brusc, capitalul mobil, care fusese condamnat la Bretton Woods, devenea din nou mobil.

Totuși, pentru unii critici, Banca Mondială și FMI nu erau decât agenți ai aceluiași imperialism yankeu. Se pretindea că fiecare împrumut de la FMI sau Banca Mondială va fi folosit pur și simplu pentru a cumpăra mărfuri americane de la firme americane – adeseori fiind vorba de arme care să mențină la putere dictatori neîndurători sau oligarhii corupte. Iar costurile „ajustărilor structurale” aveau să fie suportate de supușii lor neajutorați. Iar conducătorii din Lumea a Treia care aveau să iasă din front se vor trezi în situații foarte dificile. Mai ales în anii 1990, acestea erau argumentele cele mai vehiculate pe vremea când protestele antiglobalizare deveniseră un spectacol obișnuit la reuniunile internaționale. Însă aceste argumente puteau fi ușor de contracarat când apăreau înscrise pe placarde sau erau promovate prin sloganuri gălăgioase de mulțimi de tineri bine hrăniți din lumea occidentală. Dar când acuzații similare sunt făcute la adresa instituțiilor născute la Bretton Woods de către foști insideri, acestea merită cercetate mai îndeaproape.

Pe vremea când era economist-șef la filiala din Boston a Chas. T. Main, Inc., John Perkins spune că era mandatat să se asigure că banii împrumutați unor țări precum Ecuador și Panamá de către FMI și Banca Mondială aveau să fie utilizați pentru bunuri oferite de corporații americane. „Asasini economici – precum fusese el însuși, după opinia lui

\* Redăm aici o scurtă prezentare a celor zece puncte formulate pe baza originalului lui John Williamson: 1. impunerea disciplinei fiscale; 2. reforma taxelor; 3. liberalizarea ratei dobânzilor; 4. creșterea cheluielilor pentru sănătate și educație; 5. garantarea drepturilor de proprietate; 6. privatizarea industriilor de stat; 7. liberalizarea piețelor; 8. adoptarea unei rate de schimb competitive; 9. înlăturarea barierelor vamale; 10. înlăturarea barierelor pentru investițiile directe de capital străin.

Perkins – erau pregătiți pentru... construcția imperiului american... pentru a crea situații în care cât mai multe resurse să se îndrepte spre această țară și spre corporațiile noastre, spre guvernele noastre.”

Acest imperiu, spre deosebire de toate celelalte din cursul istoriei omenirii, a fost creat în primul rând prin manipulare economică, prin înșelătorie, fraudă, prin ispitirea popoarelor să împrumute felul nostru de viață, cu ajutorul unor asasini economici... Adevărata mea misiune era să ofer credite altor țări, credite imense, mult mai mari decât ar fi fost ele în stare să restituie... Deci le dădeam aceste credite imense, mare parte din bani se întorceau în Statele Unite, țara era lăsată înglodată în datorii și dobânzi și, în fapt, aceste țări deveneau slujitorii noștri, sclavii noștri. Este un imperiu, fără discuție. Este un imperiu uriaș<sup>61</sup>

Conform celor susținute în cartea lui Perkins *Confesiunile unui asasin economic*, doi conducători din America Latină, Jaime Roldós Aguilera din Ecuador și Omar Torrijos din Panamá, au fost asasinați în 1981 pentru că s-au opus față de ceea ce el numește „frățietatea dintre capii corporațiilor, ai guvernului și ai băncilor al cărei scop este clădirea imperiului global”<sup>62</sup>. Dar trebuie să recunoaștem că povestea lui are și niște aspecte mai tulburi. Și nu e vorba numai de faptul că Statele Unite ar fi împrumutat mulți bani guvernelor din Ecuador și Panamá. În anii 1970, totalul acestor împrumuturi a fost de numai 96 și, respectiv, 197 de milioane de dolari, mai puțin de 0,4 % din totalul donațiilor și împrumuturilor acordate de Statele Unite. Iar Ecuador și Panamá nu erau nici pe departe clienți importanți pentru Statele Unite. În 1990, acestea însemnau 0,17 % și, respectiv, 0,22 % din totalul exporturilor Statelor Unite, ceea ce nu par să fie niște cifre pentru care să merite să ucizi. După cum susține Bob Zoellick, „FMI și Banca Mondială împrumută bani țărilor aflate în criză, nu unor țări care oferă imense oportunități de colaborare cu America corporatistă”

Cu toate acestea, acuzațiile de neoimperialism nu vor să dispară. Conform opiniilor lui Joseph Stiglitz, laureat al Premiului Nobel pentru economie și economist-șef la Banca Mondială între 1997 și 2000, în anii 1980, FMI nu numai că a „susținut supremația economiei de piață cu o fervoare ideologică”, dar, de asemenea, „a adoptat o viziune mai curând imperialistă” asupra rolului său. În plus, Stiglitz susține că „multe din politicile promovate insistent de FMI, în special cele privind liberalizarea prematură a pieței de capital, au contribuit la instabilitatea globală... Locuri de muncă au fost sistematic distruse... [din cauză că] influxul de capital flotant spre și dinspre țara cu pricina, fenomen frecvent în urma liberalizării pieței de capital, lasă ruine în urma sa... Chiar și în țările care au cunoscut oarecare creștere limitată, beneficiile s-au îndreptat spre cei avuți și mai ales spre cei foarte avuți”<sup>63</sup>. În antipatia sa față de FMI (și Wall Street), Stiglitz nu vede că în anii 1980 nu doar acele instituții au sprijinit revenirea la mișcarea liberă a capitalurilor. De fapt, Organizația pentru Cooperare și Dezvoltare Economică a fost cea care a deschis drumul liberalizării, urmată (după convertirea unor socialiști francezi precum Jacques Delors și Michel Camdessus) de Comisia Europeană și Consiliul European. Fără îndoială, a existat întâi un Consens al Parisului înaintea unui Consens al Washingtonului (deși, în multe privințe, această evoluție s-a construit ca urmare a unui Consens al Bonnului în favoarea piețelor de capital liber)<sup>64</sup>. Și la Londra, guvernul condus de Margaret Thatcher făcea mai departe presiuni prin liberalizarea unilaterală a conturilor de capital fără nici un imbold din partea Statelor Unite. În fapt, administrația Reagan a venit cu aceleași reglementări după ce Thatcher luase inițiativa.



Jaime Roldós Aguilera din Ecuador...



...și Omar Torrijos din Panamá – presupuse victime ale „asasinilor economici”

Principalul reproș pe care Stiglitz îl face FMI-ului e acela că a reacționat în mod greșit față de criza financiară asiatică din 1997, împrumutând un total de 95 de miliarde de dolari unor țări aflate în dificultate, dar atașând acestor credite și niște condiții în genul

Consensului de la Washington (rate mai ridicate ale dobânzilor și deficite guvernamentale mai mici) care nu au făcut decât să înrăutățească criza. Este un punct de vedere care a fost preluat în parte și de alții, printre care și de economistul și publicistul Paul Krugman<sup>65</sup>. Gravitatea crizei din 1997-1998 nu poate fi pusă la îndoială. În 1998, în țări precum Indonezia, Malaysia, Coreea de Sud și Thailanda a existat o recesiune severă. Dar nici Stiglitz și nici Krugman nu oferă o soluție convingătoare despre cum ar fi trebuit gestionată mai bine criza din Asia de Est în concepția keynesiană, prin liberalizarea cursului monedei și creșterea deficitelor guvernamentale. Într-o scrisoare deschisă către Stiglitz, Kenneth Rogoff, care după criza din Asia a ajuns economist-șef la FMI, îi reproșează în cuvinte dure :

În mod normal, guvernele vin la FMI pentru asistență financiară când ajung să aibă dificultăți în a găsi cumpărători pentru datoriile lor, în vreme ce moneda națională e în cădere. Rețeta lui Stiglitz recomandă creșterea... deficitului fiscal, adică să alimenteze și mai mult datoria și să tipărească și mai mulți bani. Se pare că aveți impresia că, dacă un guvern în dificultate emite și mai multă monedă, brusc cetățenii țării respective vor socoti că e mai valoroasă decât înainte. Se pare că aveți impresia că, atunci când investitorii nu mai doresc să sprijine datoria unui guvern, cel mai simplu e să sporești masa monetară, ceea ce o va face să fie percepută ca o mană cerească. Noi, cei de la... nu, hai să spunem că noi, cei de pe planeta Pământ, avem suficientă experiență să sugerăm o abordare diferită. Noi, pământenii, am descoperit că, atunci când o țară într-o situație fiscală dificilă încearcă să se salveze tipărint bancnote, inflația crește, adesea incontrollabil... S-ar putea ca legile economice să fie cu totul altele în Quadrantul Gamma\* unde vă aflați, dar aici, la noi, știm că atunci când un guvern aproape de faliment nu reușește în timp să stăpânească în mod credibil evoluția deficitelor sale fiscale, în general lucrurile evoluează din ce în ce mai rău, și nu din ce în ce mai bine<sup>66</sup>.

Nu e prea clar dacă impunerea temporară a controlului asupra circulației capitalului de către guvernul din Malaysia în 1997 a adus vreo îmbunătățire semnificativă în performanța economică din timpul crizei. Krugman cel puțin recunoaște că, în mare parte, instituțiile financiare din Asia de Est – care au împrumutat dolari pe termen scurt pentru ca apoi să acorde credite pe termen lung în moneda locală (adesea unor apropiați politici) – poartă răspunderea crizei. Însă discuțiile sale despre o întoarcere a depresiunii economice par acum exagerate. În Asia de Est nu a existat niciodată o depresiune economică (poate cu excepția Japoniei, care nici pe departe nu poate fi prezentată ca o victimă a abuzurilor FMI). După șocul din 1998, toate economiile țărilor afectate au revenit rapid pe creștere – o creștere atât de rapidă, încât în 2004 unii comentatori se întrebau dacă „cele două surori” ale înțelegerii de la Bretton Woods mai aveau vreun rol important de jucat ca creditori internaționali<sup>67</sup>.

În realitate, anii 1980 au cunoscut apariția unui asasin economic cu totul diferit, de natură să intimideze cu mult mai mult decât cei zugrăviți de Perkins, în special pentru că aceștia nu s-au gândit niciodată să recurgă la violență pentru a-și atinge obiectivele. Pentru această nouă generație, a da o lovitură însemna a obține miliarde de dolari dintr-o singură speculație financiară de succes. Pe când Războiul Rece se apropia de sfârșit, acești asasini nu aveau nici un interes în a urma agenda unui imperialist american; dimpotrivă, înclinațiile lor politice declarate erau mai degrabă liberale decât conservatoare. Aceștia nu lucrau pentru instituții din sectorul public, precum FMI și Banca Mondială. Dimpotrivă, făceau afaceri care erau întru totul private, având în vedere că acestea nici măcar nu erau listate la bursă. Aceste afaceri au fost numite fonduri de acoperire, pe care le-am întâlnit pentru prima oară ca formă alternativă de gestionare a riscului în capitolul 4.

\* Quadrantul Gamma din Calea Lactee, sediul unui imperiu din serialul *Războiul stelelor* (n.tr.).

Ca și ascensiunea Chinei, ascensiunea și mai rapidă a fondurilor de acoperire a constituit una dintre cele mai importante schimbări pe care le-a cunoscut economia mondială după al Doilea Război Mondial. Fiind zone fără restricții precise\* și cu un capital foarte mobil, fondurile de acoperire exemplifică revenirea pe piață a capitalurilor flotante după marele îngheț al mișcării de capital ce a dominat perioada dintre sfârșitul înțelegerii de la Bretton Woods și declanșarea depresiunii economice. Iar cel recunoscut drept *capo dei capi* al noului tip de asasini economici a fost George Soros. Nu întâmplător atunci când Mahathir bin Mohamad, prim-ministrul Malaysiei, a vrut să dea vina și pe altcineva decât pe sine însuși pentru criza monedei naționale – ringgit – din august 1997, n-a ales FMI-ul, ci pe Soros, pe care l-a numit „un idiot”



George Soros : *capo dei capi* al fondurilor de acoperire și maestru al reflexivității

Evreu ungur prin naștere, dar educat la Londra, George Soros a emigrat în Statele Unite în 1956. Aici și-a creat o reputație de analist și apoi de șef al cercetării la venerabila bancă Arnhold & S. Bleichroeder (descendentă directă a băncii particulare din Berlin care pe vremuri se ocupa de banii lui Bismarck)<sup>68</sup> Așa cum era de așteptat de la un intelectual

\* De când termenul a fost folosit pentru prima dată în 1966 pentru a descrie fondul de acoperire cu poziții lungi și scurte pe acțiuni creat de Alfred Winslow Jones în 1949 (care a introdus pe piața americană pozițiile lungi și scurte), cele mai multe fonduri de acoperire au fost de fapt parteneriate cu răspundere limitată. În această situație, ele au fost exceptate de la prevederile Legii Garanțiilor din 1933 și ale Legii Companiei de Investiții din 1940, care restricționau operațiunile unor fonduri mutuale și ale unor bănci de investiții cu privire la achiziții și vânzări prin împrumuturi.

din Europa Centrală – care și-a botezat fondul cu numele Quantum Fund, în onoarea principiului incertitudinii al fizicianului Werner Heisenberg –, Soros se socotea mai degrabă un filosof decât un asasin. Cartea sa *Alchimia finanțelor* (1987) începe cu o critică îndrăzneță la adresa ipotezelor fundamentale ale științei economiei ca subiect, atitudine care reflecta influențele filosofului Karl Popper asupra evoluției sale intelectuale timpurii<sup>69</sup>. Conform teoriei foarte îndrăgite de Soros a „reflexivității”, piețele financiare nu pot fi privite ca fiind perfect eficiente, pentru că prețurile sunt reflectări ale ignoranței și prejudecăților, adesea lipsite de rațiune, a milioane de investitori. „Participanții la această piață nu numai că se lasă duși de prejudecăți”, susține Soros, „dar prejudecățile lor influențează și cursul evenimentelor. Aceasta poate crea impresia că piețele anticipează corect viitoarele evoluții, dar, de fapt, nu așteptările prezente corespund viitoarelor evoluții, ci viitoarele evoluții sunt determinate de așteptările prezente”<sup>70</sup>. Este vorba despre efectul de feedback – prejudecățile investitorilor afectează rezultatele pieței, care, la rândul lor, afectează prejudecățile investitorilor, care, din nou, afectează rezultatele pieței –, ceea ce Soros numește reflexivitate. După cum explică asta în cea mai recentă carte a sa :

...piața nu ajunge niciodată la echilibrul postulat de teoria economică. Există o legătură reflexivă reciprocă între percepție și realitate care poate inițial să determine autoconsolidarea, dar, în cele din urmă, determină procesele de autodistrugere de boom/falimente și bule. Orice bulă e formată dintr-un trend și o concepție greșită care interacționează într-un mod reflexiv<sup>71</sup>

Un fond de acoperire, conceput inițial pentru a para riscul de piață cu acțiuni cu poziție scurtă\*, care aduce profit dacă prețul acțiunii coboară, i-a oferit lui Soros instrumentul perfect pentru a exploata viziunea sa asupra pieței reflexive. Trebuie să subliniem faptul că Soros știa cum să facă bani și din acțiuni cu poziție lungă, adică prin cumpărarea de active în speranța unei creșteri viitoare a prețurilor. În 1969 Soros era implicat în acțiuni cu poziție lungă în imobiliare. Trei ani mai târziu a pariat că activele bancare vor crește. În 1971 era pe active japoneze. În 1972 era băgat în acțiuni cu poziție lungă în petrol. Un an mai târziu, când aceste pariuri au început să dea roade, a ghicit din plângerile Israelului cu privire la calitatea slabă a armamentelor furnizate de Statele Unite în timpul războiului de Yom Kippur că va fi nevoie de niște investiții în industriile de apărare americane. Așa că a investit în acțiuni cu poziție lungă și în apărare<sup>72</sup>. Corect, corect, corect, corect și din nou corect. Dar cele mai mari lovituri Soros le-a dat atunci când a avut dreptate cu privire la activele care vor pierde, nu la cele care vor câștiga : de exemplu, cele ale companiei de telegrafie Western Union, în 1985, când tehnologia faxului a amenințat să distrugă afacerea companiei, sau când a înțeles că dolarul american se va devaloriza, cum s-a și întâmplat, după Acordul Celor Cinci de la Hotelul Plaza din 22 septembrie 1985<sup>73</sup>. Acela a fost *annus mirabilis* pentru Soros, care și-a văzut fondul crescând cu 122 %. Dar cea mai mare lovitură cu active cu poziție scurtă s-a dovedit a fi unul dintre cele mai spectaculoase pariuri din istoria financiară a Marii Britanii.

Trebuie să recunosc că am un interes legitim față de evenimentele petrecute miercuri, 16 septembrie 1992. În acele zile eram și proaspăt asistent la Cambridge, dar lucram în plus și ca gazetar specializat la un ziar, și am fost convins că niște speculatori precum Soros pot înfrânge Banca Angliei dacă se ajunge la o confruntare. Era o simplă problemă de aritmetică : pe de o parte, pe piața de schimb valutar se tranzacționau zilnic un bilion

\* Tehnic vorbind, conform Comisiei Valorilor Mobiliare și a Burselor din SUA, o vânzare scurtă este „orice vânzare de valori mobiliare de care vânzătorul nu dispune sau orice vânzare care este perfectată prin oferirea unor valori mobiliare împrumutate de sau în numele vânzătorului”



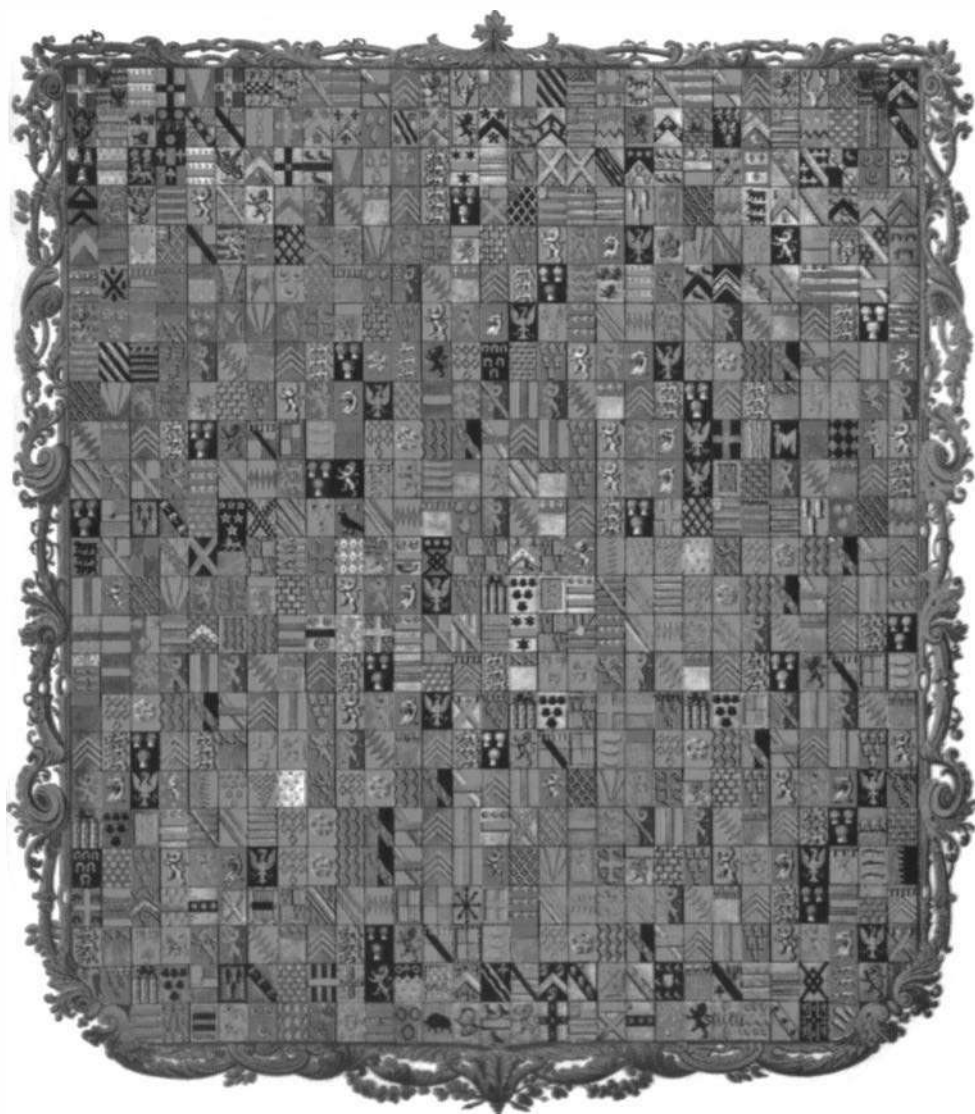


12. Cutremurul din Tokyo-Yokohama din 1923, unul dintre numeroasele dezastre care au afectat industria asigurărilor din Japonia la mijlocul secolului XX



13. (sus) „Regele prejudiciilor” de odinioară și pacostea asiguratorilor, Richard „Dickie” Scruggs, în ruinele casei sale de pe plajă de la Pascagoula, după uraganul Katrina

14. (stânga) Ken Griffin, fondatorul și directorul executiv al fondului de investiții Citadel, cu sediul la Chicago : mare maestru al gestionării moderne a riscului



15. Dipticul Grenville, înfățișând cele 719 împărțiri heraldice ale familiei pe vremea celui de-al 2-lea duce de Buckingham. Nici un statut moștenit nu i-a putut proteja averea de urmările îndatorării excesive



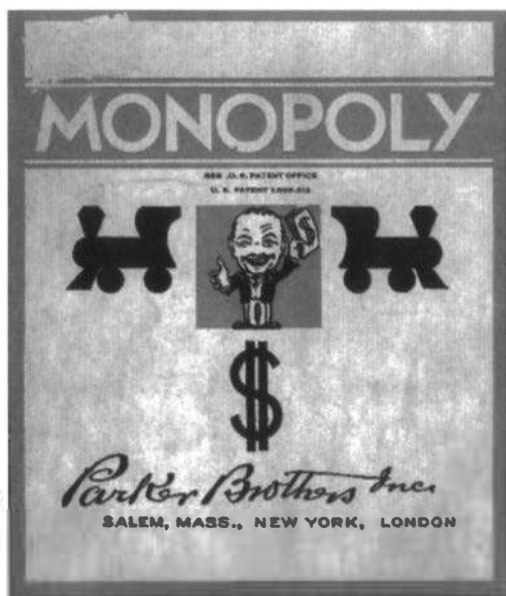
16. (sus) Viziune marxistă asupra oraşului Detroit (Motor City): fresca lui Diego Rivera de la Garden Court, peretele nordic

17. (dreapta) Fresca lui Diego Rivera de la Garden Court, peretele sudic (detaliu)





18. Detaliu din versiunea originală a jocului *Monopoly* (a lui Charles Darrow), cu străzile din Atlantic City



19. Două fațete ale proprietăților imobiliare : originalul Mr. Monopoly și Go To Jail



20. Chongqing înainte...





21. ...și Chongqing după ascensiunea economică a Chinei



de dolari, iar pe de altă parte Banca Angliei avea rezerve insuficiente de valută forte. Soros și-a făcut un calcul că datorită creșterii costurilor reunificării Germaniei va crește rata dobânzilor, deci și marca germană. Asta va face imposibilă politica guvernului conservator de a urma fluctuațiile valutei germane – politică oficializată atunci când Marea Britanie s-a alăturat Mecanismului European al Ratei de Schimb (ERM) în 1990. Când rata dobânzilor a crescut, economia britanică s-a trezit în găleată. Mai repede sau mai târziu, guvernul avea să fie forțat să se retragă din ERM și să devalorizeze lira sterlină. Soros a fost atât de sigur că lira sterlină se va devaloriza, încât a riscat 10 miliarde de dolari, mai mult decât tot capitalul fondului său, într-o serie de tranzacții prin care a împrumutat efectiv lire sterline în Marea Britanie și a investit în valuta germană la paritatea de dinainte de 16 septembrie, la prețul de 2,95 de mărci germane<sup>74</sup>. Și eu eram la fel de sigur că lira se va devaloriza, deși nu puteam pune la bătaie decât propria mea credibilitate. Așa cum s-a și întâmplat, directorul de la Secția Financiară a ziarului la care scriam n-a fost de aceeași părere. În seara aceea, după ce luasem o papară în ședința de redacție de dimineață a redactorilor cu directorul publicației, m-am dus la Opera Națională Engleză să ascult *Forța destinului* de Verdi. S-a dovedit a fi o alegere cât se poate de nimerită. În pauză, cineva a anunțat că Marea Britanie s-a retras din ERM. Și cât de tare am salutat cu toții vestea – și nimeni nu a fost mai vocal decât mine (poate cu excepția lui George Soros). Când lira sterlină s-a prăbușit – în cele din urmă cu 20% –, Soros a câștigat mai bine de un miliard de dolari, ceea ce i-a permis să restituie lirele sterline împrumutate, dar la noua rată mai scăzută, și să pună în buzunar diferența. Iar afacerea aceea a însemnat doar 40% din profiturile din acel an<sup>75</sup>.



Forța destinului : Norman Lamont, ministru de Finanțe, anunțând ieșirea lirei sterline din Mecanismul European al Ratei de Schimb (ERM), la 16 septembrie 1992

Succesul a fost zdrobitor pentru Quantum Fund. Dacă investeai la Soros 100.000 de dolari când acesta și-a înființat noul fond (Double Eagle, numele de dinainte al Fondului

Quantum) în 1969 și reinvestea mai departe toate dividendele, ai fi avut, în 1994, 130 de milioane de dolari, la o rată de creștere anuală de 35%<sup>76</sup> Între vechiul asasin economic și cel nou era o diferență esențială sub două aspecte: întâi, prin atitudinea rece, calculată, lipsită de orice fel de loialitate față de o țară anume – și dolarul, și lira sterlină erau valute ce puteau fi tranzacționate printr-o poziție scurtă fără teamă de urmări; în al doilea rând, prin valoarea imensă a banilor pe care noii oameni îi puneau în joc. La un moment dat, Soros l-a întrebat pe partenerul său Stanley Druckenmiller: „Cât de mare e poziția pe care o deții?” La care Druckenmiller i-a răspuns: „Un miliard de dolari” Iar replica lui Soros a sunat sarcastic: „Și tu zici că asta e poziție?”<sup>77</sup> Dacă o tranzacție promitea la fel de mult precum cea întreprinsă de el contra lirei sterline în 1992, atunci Soros considera că trebuia valorificată la maximum. Fondul său de acoperire a făcut muncă de pionierat în tehnica prin care împrumuta de la bănci de investiții pentru a folosi creditele pentru poziții lungi sau scurte în exces față de capitalul fondului său.

Însă puterea fondurilor de acoperire este și ea limitată. La un anumit nivel, Soros și cei asemenea lui au dovedit că piețele sunt mai puternice decât orice guvern sau bancă centrală. Dar asta nu era ca și cum ai spune că fondurile de acoperire pot întotdeauna domina piețele. Soros își datorează succesul unui curaj instinctiv cu privire la „turma electronică”. Totuși, chiar și instinctele sale (care adesea își fac simțită prezența printr-un spasm al durerilor de șale) îl pot înșela uneori. Reflexivitatea, după cum recunoaște chiar el, e un caz special – nu domină piețele în fiecare săptămână din an. Dar dacă instinctele ar putea fi cumva înlocuite de matematică? Ce-ar fi să poți scrie o formulă algebrică infailibilă care să-ți aducă un profit cu un procent de două cifre? În cealaltă parte a lumii – și cu adevărat de cealaltă parte a galaxiei financiare – se pare că această formulă tocmai a fost descoperită.

## Gestionarea defectuoasă a capitalului pe termen scurt

Să ne închipuim o altă planetă, o planetă fără conflictele complicate cauzate de ființele umane, subiective și uneori iraționale. O planetă unde locuitorii ei să fie perfect raționali și să le știe pe toate, unde aceștia își însușesc instantaneu toate informațiile și le folosesc pentru a maximiza profiturile, unde fac în permanență comerț, unde piețele funcționează permanent, fără conflicte și permanent cu lichidități. Piețele financiare de pe această planetă vor avea „o mișcare aleatorie”, ceea ce înseamnă că prețurile din fiecare zi nu vor avea nici o legătură cu cele din ziua precedentă, dar vor reflecta toate informațiile importante disponibile. Profiturile de la bursa de pe planetă vor avea o distribuție normală de-a lungul curbei de tip „clopot” (vezi capitolul 3), cei mai mulți ani concentrându-se în jurul mediei, iar două treimi în limitele unei deviații standard de un punct față de medie. Într-o astfel de lume, „o deviație standard de șase puncte” la vânzare ar fi la fel de normală ca o persoană mai scundă cu jumătate de metru în lumea noastră. Ar avea loc o dată la patru milioane de ani de tranzacții<sup>78</sup>. Această planetă a fost imaginată de unii dintre cei mai străluciți economiști în finanțe din vremurile noastre. Și poate că nu ar fi deloc surprinzător dacă ar arăta precum Greenwich, Connecticut, unul dintre cele mai netulburate locuri de pe Pământ.

În 1993, două genii ale matematicii au venit la Greenwich cu o idee măreață. Lucrând îndeaproape cu Fisher Black de la Goldman Sachs, Myron Scholes, de la Stanford, a elaborat o nouă teorie revoluționară cu privire la evaluarea prețului opțiunilor. Împreună cu un al treilea economist de la Harvard Business School, Robert Merton, Scholes spera să transforme așa-numitul model Black-Scholes într-o mașină de făcut bani. Punctul de

plecare al lucrării lor ca specialiști a fost instrumentul financiar al contractului de opțiuni, conceput de multă vreme, care (așa cum am văzut în capitolul 4) funcționează cam așa : dacă o anumită marfă valorează, să spunem, 100 de dolari astăzi, dar eu cred că va valora mai mult în viitor, să spunem 200 de dolari peste un an, ar fi convenabil să am o opțiune de cumpărare la acea dată viitoare de, să spunem, 150 de dolari. Dacă am dreptate, atunci voi obține profit ; dacă n-am dreptate, ei bine, e doar o opțiune, putem uita de ea. Singurul cost a fost prețul opțiunii, pe care îl încasează vânzătorul. Dar marea întrebare e care va trebui să fie prețul acela.

„Quanții” – specialiști de elită cu doctorate în matematică – se referă uneori la modelul Black-Scholes de evaluare a prețului unei opțiuni ca la o cutie neagră. Merită să aruncăm o privire în această cutie. Problema, repet, este cum să evaluăm prețul unei opțiuni pentru a cumpăra o anumită marfă la o anumită dată în viitor, ținând cont de lipsa de predictibilitate a mișcării prețului mărfii în perioada intermediară. Dacă reușești să evaluezi corect acel preț, fără să te bazezi doar pe presupuneri, atunci cu adevărat meriți titlul de „inginer aerospațial” Black și Scholes s-au gândit că valoarea opțiunii depinde de cinci variabile : prețul curent de piață al mărfii ( $S$ ), prețul convenit din viitor la care opțiunea poate fi exercitată ( $X$ ), data de expirare a opțiunii ( $T$ ), rata de profit fără riscuri în economie în general ( $r$ ) și – variabila esențială – volatilitatea predictibilă anuală a mărfii, adică fluctuațiile posibile ale prețului ei între data cumpărării și data expirării opțiunii ( $\sigma$ ). Printr-o minunată magie matematică, Black și Scholes au sintetizat prețul opțiunii ( $C$ ) în această formulă :

$$C = SN(d_1) - Xe^{-rT}N(d_2)$$

unde

$$d_1 = \frac{\log\left(\frac{S}{X}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)T}{\sigma\sqrt{T}} \quad \text{și} \quad d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T}$$

Puțin cam derutant ? Nu înțelegi algebra asta ? Ca să fiu sincer, n-o înțeleg nici eu. Dar pentru quanți era perfectă. Pentru a face bani pe baza acestei revelații, aveau nevoie ca piețele să fie pline de oameni care să nu aibă habar cum să evalueze prețurile opțiunilor, bazându-se doar pe instinctul lor (adesea corect). Mai aveau nevoie de o imensă capacitate de calcul al datelor, o forță care transforma piețele financiare încă de la începutul anilor 1980. Acum mai aveau nevoie doar de un partener priceput într-ale pieței și, din momentul acela, puteau să sară din clubul facultății direct pe podeaua bursei. Lovit de cancer, Fisher Black nu mai putea fi acel partener. Așa că Merton și Scholes s-au orientat spre John Meriwether, fost șef al departamentului de arbitraj al obligațiunilor de la Salomon Brothers, care și-a făcut prima avere la sfârșitul anilor 1980, cu ocazia falimentului asociațiilor Savings and Loan. Firma pe care au creat-o în 1994 au numit-o Long-Term Capital Management (LTCM).

Părea echipa de vis : doi quanți universitari dintre cei mai aprinși, asociați cu un fost superstar de la Salomon, plus un fost vicepreședinte de la Rezervele Federale, David Mullins, un alt fost profesor de la Harvard, Eric Rosenfeld, și o pleiadă de foști tranzacționisti de la Salomon (Victor Haghani, Larry Hilibrand și Hans Hufschmid). Investitorii care au fost atrași să contribuie la fondul LTCM erau mai ales bănci importante, printre care banca de investiții din New York Merrill Lynch și banca elvețiană privată Julius Baer. Ultimul venit la această petrecere a fost tot o bancă elvețiană, UBS<sup>79</sup> Investiția minimă

era de 10 milioane de dolari. În compensație, partenerii primeau 2% din activele administrate și 25% din profit (cele mai multe fonduri de acoperire de acum distribuie procentele altfel : 2% compensații, 20% profit)<sup>80</sup> Investitorii aveau să fie blocați în afacere vreme de trei ani – abia după aceea puteau ieși. Iar o altă firmă din Wall Street, Bear Stearns, era gata să execute orice tranzacții voia să facă LTCM.

În primii doi ani, fondul administrat de LTCM a făcut megadolari, anunțând profituri (chiar și după taxe consistente) de 43% și 41%. Dacă investeai 10 milioane de dolari la LTCM în martie 1994, suma s-ar fi ridicat la 40 de milioane de dolari patru ani mai târziu. În septembrie 1997, capitalul net al fondului era de 6,7 miliarde de dolari. Miza partenerilor crescuse de mai bine de zece ori. E adevărat că pentru a genera niște profituri atât de uriașe la un fond de active administrate, LTCM a trebuit să se împrumute, la fel ca Soros. Acest sprijin suplimentar le-a permis să tranzacționeze în plus față de capitalul fondului. La sfârșitul lui august 1997, capitalul fondului ajunsese la 6,7 miliarde de dolari, dar în balanța lor activele finanțate din împrumuturi se ridicau la 126,4 miliarde de dolari, un raport între active și capital de 19 la 1<sup>81</sup> În aprilie 1998 balanța a ajuns la 134 de miliarde de dolari. Când vorbim despre un angrenaj complex, cei mai mulți universitari cred că e vorba de o bicicletă. Dar când Merton și Scholes s-au gândit la angrenaj, au înțeles prin asta ca LTCM să împrumute majoritatea banilor pe care-i tranzacționează. Și să nu credem că acest munte de datorii i-a speriat. Modelele lor matematice spuneau că riscul e aproape inexistent. Și, în primul rând, urmăreau simultan poziții multiple, necorelate, de tranzacționare : circa o sută de astfel de strategii cu un total de 7.600 de poziții diferite<sup>82</sup>. Într-un caz s-ar putea să greșească, poate în două. Dar toate aceste mize diferite nu pot ieși prost în același timp. Aceasta era frumusețea unui portofoliu diversificat – o altă viziune-cheie asupra teoriei financiare moderne, care fusese oficializată de Harry M. Markowitz (un economist pregătit la Chicago de la Rand Corporation) la începutul anilor 1950 și apoi dezvoltată de William Sharpe în Modelul de Evaluare a Activelor Financiare (CAPM)<sup>83</sup>

LTCM a făcut bani exploatând diferențele de preț de pe multiple piețe : pe piața de credite ipotecare rezidențiale cu rată fixă ; pe piețele de obligațiuni guvernamentale din Statele Unite, Japonia și Europa ; pe piața mai complexă a tranzacțiilor swap pe rata dobânzii\* – de fapt, oriunde în lume modelele lor au detectat o anomalie a prețurilor, adică două active sau opțiuni fundamental identice care au prețuri fracționale diferite. Însă cea mai mare miză a firmei, și care se baza în mare parte pe formula Black-Scholes, era vânzarea de opțiuni la termen pe o perioadă lungă de timp de pe bursele americane și europene ; cu alte cuvinte, oferindu-le altora opțiuni pe care le-ar fi exercitat chiar ei dacă ar fi existat mișcări importante de prețuri la bursă în viitor. Prețurile pe care aceste opțiuni le aduceau în 1998 însemnau, conform formulei Black-Scholes, o volatilitate anormal de ridicată în viitor, de circa 22% pe an. Încredințată că această volatilitate se va mișca normal spre media recentă de 10-13%, LTCM a adunat aceste opțiuni și le-a vândut ieftin. Fericirii cumpărători s-au dovedit a fi băncile care au dorit să se protejeze împotriva unor volatilități mai ridicate – de exemplu, ca în cazul unei alte scăderi a prețurilor cum a fost în 1987. Firma LTCM a vândut atât de multe astfel de opțiuni, încât unii au ajuns să o numească Banca Centrală de Volatilități<sup>84</sup>. În perioada de vârf, fiecare

\* Swap este un fel de instrument financiar derivat : un aranjament contractual prin care una dintre părți este de acord să plătească celeilalte o rată fixă a dobânzii, în schimbul unei dobânzi variabile (de obicei, rata interbancară de la Londra, sau Libor), aplicată la o sumă teoretică.

modificare de punct procentual privind volatilitatea pieței de capital din Statele Unite însemna pentru firmă 40 de milioane de dolari<sup>85</sup>

Pare riscant? Quanții de la LTCM erau de altă părere. Printre principiile de vânzare ale firmei LTCM era și argumentul că aceasta era un fond neutru – cu alte cuvinte, firma nu avea cum să fie afectată de o mișcare semnificativă a oricăreia dintre piețele majore, de obligațiuni sau de valută. Așa-numita acoperire activă le permitea să vândă opțiuni pe un anumit indice bursier, evitând în același timp expunerea la indicele respectiv. Ba mai mult, fondul nu avea practic expunere față de piețele emergente. Era ca și cum firma LTCM era cu totul pe altă planetă, departe de frământările financiare lumești de pe acest Pământ. Și partenerii au început într-adevăr să se îngrijoreze că nu-și asumau suficiente riscuri. Ținta lor era un nivel de risc corespunzător unei variații anuale (deviație standard) de 20% a activelor lor. În practică, ei operau mai degrabă la jumătate (ceea ce însemna că activele lor aveau fluctuații în sus și în jos de cel mult 10%)<sup>86</sup>.

Ar fi fost nevoie de un eveniment de zece sigma (cu alte cuvinte, de o deviație standard de zece) pentru ca firma să-și piardă întregul capital într-un singur an. Dar probabilitatea unui asemenea eveniment era de 1 la  $10^{24}$  – practic zero<sup>87</sup>. Potrivit modelelor „valoare la risc” ale quantului, firma era indestructibilă.

În octombrie 1997, parcă pentru a dovedi că LTCM era într-adevăr cel mai de seamă Trust al Creierelor, lui Merton și Scholes li s-a acordat Premiul Nobel pentru economie. Atât de încrezători erau ei și partenerii lor în propriile puteri, încât pe 31 decembrie 1997 au restituit 2,7 miliarde de dolari unor investitori din afara firmei (gest care însemna că aveau să se concentreze mai ales pe investirea propriilor fonduri)<sup>88</sup>. Se părea că mintea triumfase asupra intuiției, ingineria aerospațială asupra asumării riscurilor. Și, înarmați cu magica lor cutie neagră, partenerii de la LTCM păreau tentați să se apuce să facă averi care să depășească chiar și cele mai nebunești visuri ale lui Soros. Și atunci, după numai cinci luni, s-a întâmplat ceva ce amenința să facă să zboare capacul cutiei negre a laureaților Premiului Nobel. Aparent fără nici un motiv, piețele de capital au căzut, așa încât volatilitatea a urcat în loc să scadă. Și cu cât volatilitatea creștea – în iunie a ajuns la 27, adică mai bine de două ori față de estimările celor de la LTCM –, cu atât se pierdeau mai mulți bani. Luna mai a anului 1998 a fost cea mai rea lună pentru LTCM: fondul a scăzut cu 6,7%. Dar asta nu era decât începutul. În iunie a scăzut cu 10,1%. Și cu cât valoarea activelor fondului scădea, cu atât creștea și efectul de levier – raportul dintre debite și capital. În iunie, acest raport a ajuns de 31 la 1<sup>89</sup>.

De-a lungul evoluției, marile extincții sunt în general cauzate de șocuri externe, cum ar fi prăbușirea unui asteroid pe Pământ. În iulie 1998, un mare meteorit a lovit Greenwich, când s-a văzut că banca Salomon Smith Barney (cum a fost redenumită banca Salomon Brothers după preluarea ei de către Travelers) își închidea grupul de arbitraj al obligațiunilor din Statele Unite, exact locul unde Meriwether își câștigase reputația de pe Wall Street, departament care fusese într-adevăr o replică a strategiei de tranzacționare de la LTCM. Era limpede că noii proprietari ai firmei nu erau încântați de pierderile pe care le observaseră din mai. Apoi, pe 17 august 1998 a urmat un imens asteroid – nu unul venit din spațiul cosmic, ci de pe una dintre cele mai ciudate piețe emergente, slăbită de tulburări politice, de scăderea profiturilor din petrol și privatizări ratate: colapsul bolnavului sistem financiar rusesc. Un guvern disperat al Rusiei a fost nevoit să intre în incapacitate de plată (chiar și obligațiunile interne denominate în ruble), alimentând vâlvățile stârnite de volatilitate pe toate piețele financiare din lume<sup>90</sup>. Venind în urma crizei din Asia din anul anterior, incapacitatea de plată a Rusiei a avut un efect contagios asupra altor piețe

emergente și chiar asupra unor piețe din țări dezvoltate. Marjele de credit au sărit în aer\* Bursele au luat-o la vale. Volatilitatea capitalului a ajuns la 29%. În momentul de vârf a atins 45%, ceea ce însemna că indicii aveau să crească cu 3% pe zi în următorii cinci ani<sup>91</sup>. Ei bine, asta nu trebuia să se întâmple, cel puțin nu din punctul de vedere al modelelor de risc de la LTCM. Quanții spusese că era puțin probabil ca LTCM să piardă mai mult de 45 de milioane de dolari într-o singură zi<sup>92</sup>. Vineri, 21 august 1998, a pierdut 550 de milioane de dolari – 15% din întregul capital al firmei, împingând indicatorul efectului de levier la 42 : 1<sup>93</sup>. Cei care tranzacționau în Greenwich se zgâiau țintă, cu ochi sticloși și fălcile căzute, la monitoare. Așa ceva nu se putea întâmpla! Dar se întâmpla. Brusc, toate diferitele piețe pe care LTCM avea expunere s-au mișcat sincron, anulând protecția oferită de diversificare. Dacă e să vorbim în termenii quanților, corelațiile s-au deplasat într-una singură. La sfârșitul acelei luni, LTCM căzuse cu 44%, o pierdere totală de mai bine de 1,8 miliarde de dolari<sup>94</sup>.

August e o lună cu tranzacții puține pe piețele financiare. Cei mai mulți sunt în vacanță. John Meriwether se afla de cealaltă parte a globului, la Beijing. S-a repezit acasă și, împreună cu partenerii săi, a început să caute cu disperare un cavaler alb care să-i salveze. Au încercat la Warren Buffett în Omaha, Nebraska, în ciuda faptului că, doar cu câteva luni înainte, LTCM, într-o acțiune agresivă, vânduse în lipsă acțiuni ale companiei lui Buffett, Berkshire Hathaway. Acesta a refuzat. Pe 24 august, fără tragere de inimă, au solicitat o audiență la nimeni altul decât George Soros<sup>95</sup>. Era extrema umilintă: quanții de pe Planeta Finanțe implorau salvare de la pământeanul profet al reflexivității iraționale, necuantificabile. Soros își amintește că i-a „oferit lui Meriwether 500 de milioane de dolari cu condiția să găsească alte 500 de milioane de la altcineva. Părea puțin probabil...” JP Morgan le-a oferit 200 de milioane de dolari. Și Goldman Sachs s-a oferit să ajute. Dar ceilalți s-au abținut. Adulmecau mirosul sângelui de pe mesele lor de tranzacții. Dacă LTCM dădea faliment, voiau pur și simplu să pună mâna pe garanțiile lor colaterale, nu să cumpere pozițiile firmei. Și nu le păsa câtuși de puțin că volatilitatea urcase de zburase prin acoperiș. În cele din urmă, de teamă că falimentul LTCM ar putea declanșa o reacție în lanț generalizată pe Wall Street, Banca Rezervelor Federale din New York a intermediat în grabă împrumuturi de salvare a companiei de 3,625 de miliarde de dolari de la paisprezece bănci de pe Wall Street<sup>96</sup>. Dar investitorii inițiali ai companiei – printre care și unele dintre băncile implicate acum, dar și jucători mai mărunți, cum ar fi Universitatea din Pittsburgh – se treziseră între timp că investițiile lor scăzuseră de la 4,9 miliarde de dolari la doar 400 de milioane. Cei șaisprezece parteneri au rămas cu 30 de milioane de dolari pe care să și le împartă, doar o părticică din profitul imens pe care-l anticipaseră.

Dar ce se întâmplase? De ce Soros a avut dreptate, iar mințile luminate de la LTCM s-au înșelat? În parte, problema a fost că fondatorii extraterestri de la LTCM coborâseră din nou pe Pământ, cu o bufnitură. Vă amintiți premisa de la care a pornit formula Black-Scholes? Piețele reacționează rapid, adică mișcarea prețurilor acțiunilor nu este predictibilă; prețurile sunt complet și fără nici o îngrădire fluide în permanență, iar profitul acțiunilor urmează distribuția normală a curbei în formă de „clopot” Fără îndoială, cu cât mai mulți traderi învață să folosească formula Black-Scholes, cu atât piețele financiare reacționează mai rapid<sup>97</sup>. Dar, așa cum constata cândva John Maynard Keynes, într-o situație de criză, „piețele se pot mișca irațional o perioadă mai lungă decât

\* De exemplu, acoperirea de către Trezoreria Statelor Unite a obligațiunilor de piață emergentă ale băncii JP Morgan a determinat creșterea indicelui de la 3,3% în octombrie 1997 la 6,6% în iulie 1998 și la 17,05% în septembrie 1998.

poți tu rămâne solvent” Pe termen lung ar putea fi adevărat că lumea poate deveni cam ca Planeta Finanțe, cuprinsă în permanență de o logică rece. Dar pe termen scurt ne întoarcem la vechiul Pământ, locuit de ființe omenеști emotive, în stare să treacă brusc de la lăcomie la spaimă. Când pierderile au început să crească, mulți participanți pur și simplu s-au retras de pe piață, lăsând LTCM cu un imens portofoliu de active nelichide care nu puteau fi vândute cu nici un chip. În plus, era vorba de o tot mai integrată planetă Pământ, unde o incapacitate de plată a Rusiei putea face ca volatilitatea să afecteze întreaga lume. Într-un interviu, Myron Scholes recunoștea gânditor : „S-ar putea ca greșeala firmei LTCM să fi fost aceea că... nu a înțeles că, în timp, lumea devine tot mai globalizată”. Iar Meriwether a susținut și el aceeași idee : „Lumea s-a schimbat, iar noi nu ne-am dat seama de lucrul ăsta”<sup>98</sup> Și mai ales pentru că multe firme începuseră să copieze strategiile de la LTCM, când lucrurile au luat o întorsătură nefavorabilă, nu numai portofoliul de la LTCM a fost lovit – a fost ca și cum un întreg superportofoliu a început să sângereze<sup>99</sup> A urmat o adevărată panică de turmă în încercarea de a ieși din această situație, mari directori de la bănci importante insistând să se închidă cu orice preț pozițiile vulnerabile. Și dintr-odată totul s-a dus de răpă. După cum îi mărturisea mai târziu lui Meriwether un director al unui fond de acoperire foarte important din Londra : „John, tu erai corelația”

Totuși, mai există un motiv pentru care LTCM a dat faliment. Modelele valorii la risc (VaR) ale firmei arătau că pierderile suferite de LTCM în august erau atât de puțin probabile, încât nu s-ar fi putut întâmpla în toată existența universului. Dar asta pentru că modelele respective au luat în calcul doar datele disponibile pe cinci ani. Dacă modelele ar fi avut în vedere fie și numai o perioadă de unsprezece ani, ar fi surprins și prăbușirea bursei din 1987. Dacă ar fi luat în calcul ultimii optzeci de ani, ar fi surprins ultima mare intrare a Rusiei în incapacitate de plată de după Revoluția din 1917. Meriwether însuși, născut în 1947, observa cu mâhnire : „Dacă aș fi trăit pe vremea Marii Depresiuni, aș fi fost într-o situație mai favorabilă pentru înțelegerea evenimentelor”<sup>100</sup> Ca să spunem lucrurilor pe nume, laureații Premiului Nobel știau multă matematică, dar prea puțină istorie. Ei înțeleseseră frumoasa teorie a Planetei Finanțe, dar ignoraseră trecutul încălzit al Planetei Pământ. Și, ca să sintetizăm, din pricina asta Long-Term Capital Management (Gestionarea Capitalului pe Termen Lung) a ajuns să fie de fapt Short-Term Capital Mismanagement (Gestionarea Defectuoasă a Capitalului pe Termen Scurt).

S-ar putea presupune că, după falimentul catastrofal al LTCM, fondurile de acoperire cantitative aveau să dispară de pe scena financiară. La urma urmei, falimentul, deși la o scară spectaculoasă, nu era chiar o anomalie. Din cele 1.308 de fonduri de acoperire formate între 1989 și 1996, mai bine de o treime (36,7%) își încetaseră existența la sfârșitul perioadei. În acea perioadă, durata medie de viață a unui fond de acoperire era de numai patruzeci de luni<sup>101</sup>. Și totuși, s-a întâmplat exact contrariul. Departe de a cunoaște un declin, în ultimii zece ani fondurile de acoperire au explodat ca număr și ca volum de active administrate. În 1990, potrivit Hedge Fund Research, existau doar ceva mai mult de 600 de fonduri de acoperire care administrau active în valoare de 39 de miliarde de dolari. În 2000 existau 3.873 de fonduri cu active în valoare de 490 de miliarde de dolari. Ultimele cifre (referitoare la primul trimestru al anului 2008) indică un total de 7.601 de fonduri cu 1,9 bilioane de dolari în active. Din 1998, a fost o adevărată îmbulzeală pentru a investi în fonduri de acoperire (și în „fondurile de fonduri” care reuneau performanțele mai multor firme). Dacă altădată erau apanajul unor bănci de investiții sau particulare cu „venituri nete ridicate”, acum fondurile de acoperire atrag un

număr tot mai mare de fonduri de pensii și fundații universitare<sup>102</sup>. Această tendință este cu atât mai izbitoare cu cât rata de uzură rămâne ridicată; doar un sfert din cele 600 de fonduri existente în 1996 mai erau la sfârșitul anului 2004. În 2006, 717 fonduri au încetat să mai existe, iar în primele nouă luni ale anului 2007 alte 409<sup>103</sup>. Nu toată lumea recunoaște că un mare număr de fonduri de acoperire dispar repede, pentru că nu reușesc să se ridice la nivelul așteptărilor investitorilor.

Explicația evidentă pentru această explozie a numărului de fonduri de acoperire e aceea că acestea funcționează relativ bine în clasa de active, cu o volatilitate relativ scăzută și cu o corelație redusă cu alte vehicule investiționale. Numai că, potrivit Hedge Fund Research, profiturile acestor fonduri au scăzut de la 18% în anii 1990 la doar 7,5% între 2000 și 2006. În plus, dăinuie un scepticism tot mai pronunțat că profiturile fondului de acoperire reflectă indicele „alfa” (priceperea de administrare a activelor) ca opus al indicelui „beta” (mișcările pieței generale, care pot fi surprinse printr-o combinație adecvată de alți indici)<sup>104</sup>. O altă explicație este aceea că, atât timp cât există, fondurile de acoperire aduc beneficii managerilor lor printr-o tehnică unică de atragere a clientelei. În 2007, George Soros a realizat 2,9 miliarde de dolari, mai mult decât Ken Griffin de la Citadel și James Simons de la Renaissance, dar mai puțin decât John Paulson, care a câștigat uluitoarea sumă de 3,7 miliarde de dolari din pariul făcut contra creditelor ipotecare cu grad mare de risc. John Kay sublinia că, dacă Warren Buffett le-ar fi impus investitorilor de la Berkshire Hathaway formula cu „2% compensații și 20% profit”, și-ar fi păstrat pentru sine 57 de miliarde din cele 62 de miliarde de dolari pe care compania sa le-a realizat pentru acționari în ultimii patruzeci și doi de ani<sup>105</sup>. Soros, Griffin și Simons sunt, fără îndoială, niște manageri excepționali de fonduri (dar, desigur, nu mai buni decât Buffett). Asta explică și de ce fondurile lor, alături de ale altor manageri de excepție, au crescut enorm în ultimul deceniu. În prezent, în jur de 390 de fonduri dețin în administrare active de peste un miliard de dolari. Primele o sută dețin 75% din toate activele fondurilor de acoperire; și numai primele zece administrează 324 de miliarde de dolari<sup>106</sup>. Dar chiar și un șarlatan mediocru poate face o grămadă de bani înființând un fond de acoperire, luând 100 de milioane de dolari de la niște investitori lacomi și punând în funcțiune cea mai simplă dintre strategii:

1. Investește cele 100 de milioane de dolari în bonuri de tezaur cu maturitate de un an cu o dobândă de 4%.
2. Asta-i permite apoi să vândă cu 10 cenți la un dolar opțiuni garantate în valoare de 100 de milioane de dolari, care, dacă S&P 500 scade cu mai bine de 20% în anul următor, îi vor aduce un venit frumos.
3. La cele 10 milioane de dolari din vânzarea opțiunilor și cumpără alte bonuri de tezaur, care-i permit să vândă alte 10 milioane de opțiuni, care-i aduc un venit net de încă un milion de dolari.
4. Apoi își ia o lungă vacanță.
5. La sfârșitul anului există o probabilitate de 90% ca acțiunile S&P 500 să nu scadă cu 20%, așa că nu mai datorează nimic deținătorilor de opțiuni.
6. Își adună câștigurile – 11 milioane de dolari din vânzarea opțiunilor plus 4% din cele 110 milioane de dolari din bonurile de tezaur – și ajunge la un frumos profit de 15,4% fără cheltuieli.
7. Bagă în buzunar 2% din fondul administrat (2 milioane de dolari) și 20% din profitul de mai sus, adică un 4% din obligațiunea-martor, care înseamnă peste 4 milioane de dolari brut.



8. Există aproape 60 % șanse ca fondul să opereze fără probleme pe această bază vreme de mai bine de cinci ani, în care S&P 500 să nu scadă cu 20 %, caz în care omul nostru face 15 milioane de dolari chiar dacă în fond nu mai intră alți bani, și fără ca măcar să se îndatoreze<sup>107</sup>

Ar mai putea astăzi avea loc o criză în genul celei declanșate de LTCM, pe o perioadă de zece ani de acum încolo – numai că de data asta la așa o scară, și implicând atât de multe fonduri de acoperire fictive, încât amploarea ei ar face imposibil un plan de salvare ? Oare băncile occidentale sunt acum chiar mai expuse unor pierderi ale fondurilor de acoperire și unor riscuri ale partenerilor contractuali decât în 1998 ?\* Iar dacă așa stau lucrurile, atunci cine le va mai salva de data asta ? Răspunsurile la aceste întrebări nu se găsesc pe altă planetă, ci pe cealaltă parte a acesteia.

## Chimerica

Pentru mulți, istoria financiară e o poveste de demult – ce-a fost a fost –, precum istoria Chinei imperiale. Piețele au memorie scurtă. Mulți dintre tinerii traderi de azi n-au cunoscut pe pielea lor nici criza asiatică din 1997-1998. Cei care au intrat în lumea finanțelor după anul 2000 au trăit șapte ani amețitori. Bursele din toată lumea au cunoscut un boom remarcabil. La fel și piața de obligațiuni, piața de bunuri și piețele de derivate financiare. De fapt, la fel s-a întâmplat cu toate clasele de active – ca să nu-i mai menționăm pe cei care beneficiază de pe urma bonusurilor mari, de la vinurile de Bordeaux la iahturile de lux. Însă acei ani de creștere au fost și ani misterioși, când piețele au luat avânt într-un moment al sporirii ratei dobânzilor pe termen scurt, al unor dezechilibre comerciale stridente și al creșterii riscurilor politice, mai ales în regiunile esențiale din punct de vedere economic ale țărilor exportatoare de petrol ale lumii. Iar cheia acestui aparent paradox se află în China<sup>108</sup>.

Chongqing, oraș aflat pe malurile sinuoase al marelui Yangtze, fluviul cu ape maronii și măloase, se află situat în inima Regatului de Mijloc, la peste o mie cinci sute de kilometri de zonele industriale de coastă pe care le frecventează cei mai mulți dintre vizitatorii occidentali. Și totuși, cei 32 de milioane de locuitori ai provinciei sunt la fel de implicați în miracolul de azi al Chinei ca și Hong Kongul sau Shanghaiul. Într-o anumită privință, industrializarea și urbanizarea vertiginoase din Chongqing constituie cea mai recentă și mai uriașă victorie a economiei planificate chineze. Cele treizeci de poduri, cele zece linii feroviare urbane, nenumăratele blocuri-turn se zăresc prin smog ca niște monumente ale puterii statului centralizat al unui singur partid. Și totuși, dezvoltarea orașului Chongqing este și rezultatul inițiativei private descătușate. În multe privințe, Wu Yajun este personificarea nou-descoperitei avuții a Chinei. Ca unul dintre cei mai de frunte dezvoltatori imobiliari din Chongqing, aceasta e printre cele mai avute femei din China, cu o avere de peste 9 miliarde de dolari, o vie antiteză a scoțienilor care au făcut avere la Hong Kong în urmă cu o sută de ani. Sau Yin Mingsha. Aruncat în închisoare în timpul Revoluției Culturale, domnul Yin și-a descoperit adevărata vocație la începutul anilor 1990, după liberalizarea economiei chineze. În doar cincisprezece ani, el a pus pe picioare o afacere

\* Bineînțeles că nu întâmplător declarații de pierderi la fonduri de acoperire ale băncilor Bear Stearns și Goldman Sachs au constituit semnalul declanșării crizei creditelor în vara anului 2007.

de 900 de milioane de dolari. Anul trecut, firma sa Lifan a vândut mai bine de 1,5 milioane de motoare de motociclete și biciclete ; acum exportă în Statele Unite și Europa. Wu și Yin sunt doar doi dintre cei mai bine de 345.000 de milionari în dolari care trăiesc acum în China.

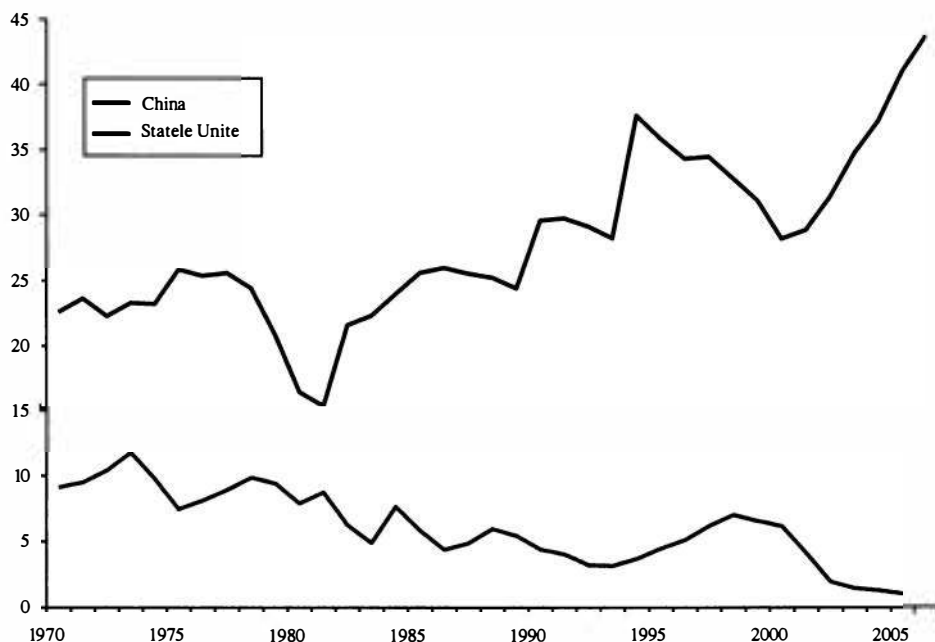
China nu numai că și-a lăsat în urmă trecutul imperial. Dar până acum economia cu cea mai rapidă creștere din lume a reușit și să evite genul de crize care au aruncat periodic în aer alte piețe emergente. După ce a devalorizat yuanul în 1994 și și-a menținut controlul asupra capitalului pe parcursul întregii reforme economice, în perioada 1997-1998 China nu a cunoscut criza valutară. Când chinezii vor să atragă capital străin, insistă ca acesta să ia forma unei investiții directe. Asta înseamnă că, în loc să împrumute de la băncile occidentale pentru a-și finanța dezvoltarea industrială, cum fac multe alte piețe emergente, ei îi invită pe străini să construiască fabrici în zonele de dezvoltare din China – active mari, greoaie, care nu pot fi retrase ușor în cazul unei crize. Dar esențial e faptul că majoritatea investițiilor din China au fost finanțate din economii proprii (și ale chinezilor din diaspora). Fiind prudenți după ani de instabilitate și neobișnuiți cu toată panopia de facilități de creditare pe care le avem noi în Occident, în China familiile economisesc o mare parte din venitul lor tot mai consistent, în contrast evident cu americanii, care, în ultimii ani, aproape că n-au făcut nici un fel de economii. Corporațiile chineze economisesc o și mai mare parte a profiturilor lor în creștere. Iar economiile au ajuns la un nivel atât de ridicat, încât acum, după secole, pentru prima dată direcția fluxului de capital nu mai este dinspre vest spre est, ci dinspre est spre vest. Și e un flux imens. În 2007, Statele Unite au fost nevoite să împrumute în jur de 800 de miliarde de dolari din străinătate, mai bine de 4 miliarde de dolari pentru fiecare zi de lucru. China, în schimb, avea un surplus de cont curent de 262 de miliarde de dolari, adică mai bine de un sfert din deficitul Statelor Unite. Și o importantă parte a acestui surplus a ajuns să fie împrumutat Statelor Unite. De fapt, Republica Populară Chineză a ajuns să fie bancherul Statelor Unite ale Americii.

La prima vedere pare bizar. Astăzi, venitul mediu anual al unui american este de mai bine de 34.000 de dolari. În ciuda unor averi precum cele deținute de Wu Yajun și Yin Mingsha, chinezul de rând trăiește cu mai puțin de 2.000 de dolari pe an. Și atunci de ce ar fi dispus chinezul de rând să le împrumute bani celor avuți? Răspunsul constă în faptul că, până de curând, cea mai eficientă metodă a Chinei de a-și utiliza imensa populație a fost exportarea de produse manufacturate spre consumatorul american veșnic risipitor. Pentru a fi sigură că acele exporturi vor fi irezistibil de ieftine, China a trebuit să lupte împotriva tendinței monedei chineze de a se întări în raport cu dolarul prin cumpărarea efectivă a miliarde de dolari de pe piețele mondiale – parte a politicii asiatice de raportare a valutelor la dolar pe care unii comentatori au numit-o Bretton Woods II<sup>109</sup>. În 2006, China deținea o masă de dolari care cu siguranță depășea un bilion. (În mod semnificativ, creșterea netă a rezervelor de valută străină din China corespunde aproape exact emisiunilor de bonuri de tezaur și obligațiuni ale agențiilor guvernamentale ale Statelor Unite.) Din punctul de vedere al Americii, cea mai bună politică pentru a menține vremurile fericite din ultimii ani a fost importul de mărfuri ieftine din China. În plus, prin externalizarea producerii de mărfuri în China, corporațiile din Statele Unite au putut beneficia și de mâna de lucru ieftină de acolo. Și, un lucru esențial, prin vânzarea de obligațiuni în valoare de miliarde de dolari către Banca Populară a Chinei, Statele Unite s-au putut bucura de rate semnificativ mai scăzute ale dobânzilor decât ar fi fost cazul.

Bine ați venit în minunata țară duală „Chimerica” – China plus America –, care înseamnă mai bine de a zecea parte din suprafața de uscat a planetei, un sfert din populația ei, o treime din producția economică și mai bine de jumătate din creșterea economică în ultimii opt ani. O vreme a părut ca un mariaj rupt din rai. Chimericanii din est făceau

economii. Chimericarii din vest cheltuiau. Importurile din China țineau inflația americană la un nivel scăzut. Economiiile Chinei mențineau la un nivel scăzut rata dobânzilor în Statele Unite. Mâna de lucru chineză menținea la un nivel scăzut cheltuielile cu salariile din Statele Unite. Prin urmare, era extrem de ieftin să împrumuți bani și extrem de profitabil să conduci o corporație. Mulțumită Chimericii, ratele reale ale dobânzii pe plan global – costul împrumutului, după inflație – au scăzut cu mai bine de o treime față de media ultimilor cincisprezece ani. Mulțumită Chimericii, profiturile corporațiilor americane au crescut în 2006 cam în aceeași proporție cu media contribuției lor la produsul intern brut. Dar aici era o șmecherie. Cu cât China era mai dispusă să împrumute bani Statelor Unite, cu atât americanii erau mai dispuși să se împrumute. Cu alte cuvinte, Chimerica a constituit cauza esențială a valului de credite oferite de bănci, de emisiuni de obligațiuni și noi contracte cu derivate la care a fost martoră Planeta Finanțe după anul 2000. A fost cauza esențială a exploziei de fonduri de acoperire. A fost motivul esențial pentru care parteneriatele de capital privat au putut împrumuta bani în dreapta, în stânga și la mijloc pentru a-și finanța achiziții cu capital împrumutat. Și tot Chimerica – sau, cum îi spune Ben Bernanke, „ghiftuirea cu economii asiatice”<sup>110</sup> – a fost motivul esențial pentru care piața de credite ipotecare din Statele Unite a fost atât de plină de lichidități în 2006, încât puteai obține credite ipotecare de 100% fără să ai venit, loc de muncă sau alte bunuri.

Valoarea netă a economiilor pe plan național ca procent din venitul național brut, 1970-2006



După cum am văzut deja, criza creditelor ipotecare subprime din 2007 nu era chiar atât de greu de prezis. Mult mai greu de prezis a fost felul în care tremurul provocat de un potop de incapacități de plată a creditelor ipotecare chiar în America, piață emergentă internă, avea să genereze un cutremur în tot sistemul financiar occidental. Nu foarte mulți oameni au înțeles că incapacitatea de plată a unor credite ipotecare subprime poate distruge valoarea unor noi instrumente exotice garantate cu active cum ar fi obligațiunile garantate

cu creanțe. Nu mulți oameni au văzut că, pe măsură ce aceste pierderi luau amploare, împrumuturile interbancare se împotmoleau, iar ratele dobânzii pentru cei care emiteau efecte de comerț și obligațiuni corporatiste pe termen scurt vor sări în sus, devenind o povară greu de suportat pentru tot felul de creditori din sectorul privat. Puțini au prevăzut că această criză a creditelor va face ca o bancă britanică să se confrunte cu o panică a deponenților pentru prima dată din 1866, ajungând în cele din urmă să fie naționalizată. În iulie 2007, înainte să înceapă toate aceste necazuri, administratorul unui fond de acoperire american pariașe cu mine, cu 7 la 1, că în Statele Unite nu va fi recesiune în următorii cinci ani. Șase luni mai târziu a recunoscut: „Am pariat că lumea asta nu se va sfârși. Am pierdut” Firește, la sfârșitul lui mai 2008, recesiunea părea deja pe cale să se instaleze în Statele Unite. Dar de unde sfârșitul lumii?

Într-adevăr, în mai 2008 părea puțin probabil ca China (ca să nu mai vorbim și de celelalte țări din grupul BRIC) să scape fără să suporte consecințele recesiunii americane. Statele Unite rămân cel mai important partener comercial al Chinei, însemnând cam o cincime din exporturile chineze. Pe de altă parte, importanța exporturilor nete pentru dezvoltarea Chinei a scăzut considerabil în ultimii ani<sup>iii</sup>. În plus, acumularea de rezerve în China a pus Beijingul în postura puternică de a fi în stare să asigure injecții de capital pentru băncile americane aflate în dificultate. Însă creșterea fondurilor de acoperire a fost doar o parte din povestea reorientării finanțelor mondiale de după 1998. Mult mai importantă a fost creșterea unor fonduri suverane de investiții, entități create de țări cu mari surplusuri comerciale pentru administrarea acestor valori acumulate. La sfârșitul anului 2007, fondurile suverane de investiții aveau în administrare 2,6 bilioane de dolari, mai mult decât toate fondurile de acoperire din lume, și nu departe de fondurile guvernamentale de pensii și rezervele băncilor centrale. Conform unei prognoze a firmei Morgan Stanley, în cincisprezece ani acestea puteau ajunge la active în valoare de 27 de bilioane de dolari – doar ceva mai mult de 9% din activele financiare mondiale. Deja în 2007, fonduri suverane de investiții din Asia și Orientul Mijlociu se orientaseră spre finanțarea unor companii financiare occidentale, printre care Barclays, Bear Stearns, Citigroup, Merrill Lynch, Morgan Stanley, UBS și firmele cu capital privat Blackstone și Carlyle. O vreme se părea că fondurile suverane de investiții vor orchestra un plan global de salvare a finanțelor occidentale, ultima răsturnare de roluri din istoria financiară. Dar cei pe care George Soros i-a numit în derâdere „fundamentațiști ai pieței” s-au confruntat cu o dureroasă anomalie: printre cei mai mari câștigători ai ultimei crize erau entități aflate în proprietatea statului\*

Și totuși există motive pentru care această aparent elegantă și esențial chimerică soluționare a crizei americane nu s-a petrecut. În parte, motivul e pur și simplu faptul că incursiunile inițiale chineze pe piețele financiare americane nu au produs niște efecte extraordinare\*\*. La Beijing dăinuie temeri justificate că abia de acum băncile occidentale vor trebui să se confrunte cu ce e mai rău, mai ales ținând cont de impactul imprevizibil al recesiunii din Statele Unite asupra remarcabilelor instrumente de transfer al riscului de credit cu o valoare teoretică de 62 de bilioane de dolari. Dar chiar în inima Chimericii

\* Unele fonduri suverane de investiții au de fapt o îndelungată istorie. Autoritatea de Investiții din Kuwait a fost înființată în 1953; Temasek din Singapore în 1974; ADIA, fondul Emiratelor Arabe Unite, în 1976; GIC din Singapore în 1981.

\*\* După ce a plătit 5 miliarde de dolari pentru o cotă de 9,9% la Morgan Stanley în decembrie 2007, Lou Jiwei, președintele Corporației de Investiții a Chinei, a comparat această oportunitate cu situația în care un fermier se trezește cu un iepure în față. „Dacă vedem un iepure gras”, spunea el, „tragem în el” După care a adăugat (referindu-se la declinul valorii acțiunilor de la Morgan Stanley): „Unii ar putea spune că de fapt noi am fost iepurele împușcat de Morgan Stanley”

se observă acum o serioasă tensiune politică. De la o vreme, Congresul american manifestă o îngrijorare crescândă în legătură cu ceea ce se consideră o competiție neloială și o manipulare a pieței valutare de către China – și cu cât recesiunea se agravează în Statele Unite, cu atât mai tare se vor auzi aceste proteste. Totuși, relaxarea monetară începută în august 2007 în Statele Unite – tăierile masive din fondurile federale și ale ratelor de scont, diferitele licitații și „facilități” de creditare care au canalizat 150 de miliarde de dolari spre sistemul bancar, sprijinirea achiziționării de către JPMorgan a băncii Bear Stearns – a constituit o versiune americană de manipulare a pieței valutare<sup>112</sup>. De la declanșarea crizei americane, dolarul s-a depreciat în mare cu 25% față de valutele principalilor parteneri comerciali – cu 9% față de yuan. Cum aceste măsuri au coincis cu creșterea simultană a presiunilor cererii și ofertei pe aproape toate piețele de bunuri, rezultatul a fost o creștere semnificativă a prețurilor la alimente, combustibil și materii prime. Creșterea prețurilor bunurilor, la rândul lor, a determinat o creștere a presiunii inflaționiste în China, ceea ce a impus măsuri de control al prețurilor și măsuri prohibitive la export, ceea ce a încurajat o goană extraordinară după resursele naturale din Africa și din alte părți ale lumii, ceea ce în ochii Occidentului a apărut ca o deranjantă subtilitate imperialistă<sup>113</sup>. S-ar putea ca, așa cum pare să fi sugerat dintotdeauna numele, Chimerica să fie doar o himeră – acea fiară mitică din legendele antice, o combinație de leu, țap și dragon.

Dacă ne gândim, s-ar putea să mai fi ajuns în această situație și înainte. Acum o sută de ani, în prima epocă a globalizării, mulți investitori au crezut că exista o relație simbiotică similară între centrul financiar al lumii, Marea Britanie, și cea mai dinamică economie industrială de pe continentul european. Acea economie era Germania. Și atunci, ca și astăzi, a existat o graniță foarte subțire între simbioză și rivalitate<sup>114</sup>. Ar putea ceva să declanșeze o nouă frângere a globalizării precum cea petrecută în 1914? Răspunsul evident este o deteriorare a relațiilor politice dintre Statele Unite și China, fie din pricina relațiilor comerciale, a Taiwanului, Tibetului sau a altor aspecte deocamdată subliminale<sup>115</sup>. Scenariul nu pare plauzibil. Dar e ușor să vedem cum viitorii istorici vor putea construi un plauzibil lanț causal pentru a explica o astfel de întorsătură a evenimentelor. Susținătorii „vinovaților de război” vor acuza pretențiile exagerate ale Chinei, lăsându-i pe ceilalți să se plângă de păcatele și ignoranța obositului titan american. Specialiști în relații internaționale vor descoperi cauzele sistemice ale originii războiului în prăbușirea pieței libere, în competiția pentru resursele naturale sau conflictul civilizațiilor. Dincolo de limbajul explicațiilor istorice, în vremea noastră pare să se contureze o conflagrație majoră supărător de probabilă, exact așa cum s-a întâmplat în 1914. Unii par chiar tentați să declare că creșterea prețurilor bunurilor de consum între 2003 și 2008 reflectă o subconștientă anticipare a conflictului ce va veni.

O importantă lecție a istoriei arată că războaiele majore pot apărea chiar și atunci când globalizarea e un proces foarte avansat, iar hegemonia poziției lumii anglofone pare foarte consolidată. O a doua lecție importantă: cu cât lumea evoluează mai mult fără un conflict major, cu atât mai greu ne vine să ne imaginăm unul (și, probabil, cu atât mai ușor ar putea izbucni unul). A treia și ultima lecție: când o criză lovește niște investitori încrezători, aceasta provoacă mult mai multe daune decât dacă ar fi vorba de niște investitori experimentați în conflicte. După cum am văzut în repetate rânduri, adevăratele mari crize apar suficient de rar pentru a se șterge din memoria conducătorilor de bănci, managerilor de fonduri și traderilor. Cariera medie a unui înalt funcționar de pe Wall Street durează douăzeci și cinci de ani<sup>116</sup>, ceea ce înseamnă că amintirile personale de la vârful sistemului bancar al Statelor Unite nu se întind dincolo de 1983 – zece ani de la începutul ultimului mare val de creșteri ale prețurilor petrolului și aurului. Chiar și numai acest fapt oferă o puternică justificare pentru studierea istoriei financiare.



## Cuvânt de încheiere

### Decăderea banilor

Lumea financiară de astăzi este rezultatul a patru milenii de evoluție economică. Banul – forma cristalizată a relației dintre debitor și creditor – a dat naștere băncilor, autorizând firme pentru acumulări și mai mari de împrumuturi și credite. Începând din secolul al XIII-lea, obligațiunile guvernamentale au introdus securitizarea fluxurilor de plăți ale dobânzii, în vreme ce piețele de obligațiuni au dezvăluit beneficiile unor piețe reglementate de stat pentru negocierea și evaluarea titlurilor de valoare. Începând cu secolul al XVII-lea, capitalul existent în corporații putea fi cumpărat și vândut în aceleași moduri. Din secolul al XVIII-lea, fondurile de asigurări și apoi fondurile de pensii au valorificat economiile de scară și legile mediilor pentru a oferi protecție financiară în fața unor riscuri calculabile. Din secolul al XIX-lea, opțiunile și futures au oferit instrumente financiare mai specializate și mai sofisticate : primele instrumente financiare derivate. Iar din secolul XX, din motive politice, familiile au fost încurajate să încline tot mai mult spre imobiliare.

Economiile care au combinat toate aceste inovații instituționale – bănci, piețe de obligațiuni, burse, asigurări și democrația imobiliară – au evoluat mai bine pe termen lung decât economiile care nu au făcut asta, pentru că, în general, medierea financiară permite o mai eficientă alocare a resurselor decât, să spunem, feudalismul sau planificarea centralizată. Din acest motiv, nu e cu totul uimitor că modelul financiar occidental a avut tendința de a se răspândi în lume, mai întâi sub forma imperialismului, apoi sub cea a globalizării<sup>1</sup> Pe scurt, din Mesopotamia antică până la China de astăzi, ascensiunea banilor a fost una dintre forțele motrice ale progresului uman : un proces complex de inovare, intermediere și integrare care a fost la fel de vital ca evoluția științei sau impunerea legii pe drumul eliberării omului de corvoada agriculturii de subzistență și sărăcia capcanei malthusiene. După cum spunea Frederic Mishkin, fost guvernator al Rezervelor Federale, „sistemul financiar [este] creierul economiei... Acționează ca un mecanism de coordonare care distribuie capitalul, sângele activității economice, către cele mai productive zone ale afacerilor și gospodăriilor. În cazul în care capitalul se duce într-o direcție greșită sau nu se mișcă deloc, economia va funcționa ineficient, iar în ultimă instanță creșterea economică va fi modestă”<sup>2</sup>.

Totuși, ascensiunea banilor nu a fost și nu va fi niciodată lipsită de dificultăți. Dimpotrivă, istoria financiară este ca o călătorie într-un montagne russe, cu urcușuri și coborâșuri, bucle și explozii, patimi și panici, șocuri și zdrobiri<sup>3</sup> Un studiu recent al datelor disponibile referitoare la produsul intern brut și consumul din 1870 încoace a identificat 148 de crize în care o țară a cunoscut un declin cumulat al produsului intern brut cu cel puțin 10% și 87 de crize în care consumul a suferit o cădere de aceeași amploare, ceea ce indică probabilitatea unui dezastru financiar de circa 3,6% pe an<sup>4</sup>.

Chiar și astăzi, în ciuda unei sofisticări fără precedent a instituțiilor și instrumentelor noastre, Planeta Finanțe rămâne, ca întotdeauna, la fel de vulnerabilă în fața crizelor. Se pare că, în ciuda inventivității noastre, suntem condamnați să fim „păcăliți de aleatoriul vieții”<sup>5</sup> și surprinși de „lebedele negre”<sup>6</sup>. S-ar putea chiar să ne aflăm în perioada de deflație a unei „superbule” ce se întinde pe mai multe decenii<sup>7</sup>.

Iar pentru asta există trei motive esențiale. Primul e acela că viitorul – sau, mai bine zis, *viitorurile*, pentru că niciodată nu există un singur viitor – se află în mare măsură sub imperiul incertitudinii, spre deosebire de riscul calculabil. După cum susținea Frank Knight în 1921, „incertitudinea trebuie abordată într-un sens radical distinct față de noțiunea obișnuită de risc, de care nu a fost niciodată separată cum trebuie... O incertitudine *măsurabilă*, sau «riscul» propriu-zis... se deosebește în așa măsură de una *nemăsurabilă*, încât de fapt nu mai este deloc incertitudine” Pentru a simplifica lucrurile, mare parte din ceea ce ni se întâmplă în viață nu e un joc al întâmplării. Mereu va apărea un eveniment care este „atât de unic în integralitatea sa, încât nu mai există altele sau un număr suficient de evenimente pentru a ne permite să le reprezentăm într-o diagramă de evenimente asemănătoare pentru a forma baza unei concluzii privind valoarea vreunei probabilități...”<sup>8</sup> Același punct de vedere a fost exprimat în mod strălucit de Keynes în 1937. Ca răspuns la criticile aduse *Teoriei generale*, el scria :

Prin cunoaștere *incertă* nu înțeleg doar să disting ceea ce este cunoscut cu certitudine de ceea ce este doar probabil. În acest sens jocul de ruletă nu este supus incertitudinii... Așteptările vieții sunt doar ușor incerte. Chiar și vremea este doar moderat incertă. Folosesc acest termen în sensul în care perspectiva unui război european este incert sau... rata dobânzii peste douăzeci de ani... În cazul acesta nu există o bază științifică pentru a putea aborda vreo probabilitate calculabilă. Pur și simplu nu știm\*

Keynes continuă să emită ipoteze cu privire la modul în care investitorii „reușesc în asemenea circumstanțe să acționeze în așa fel încât să ne scape de rușine, socotindu-ne oameni raționali și pricepuți în economie”

1. Presupunem că prezentul e o călăuză mult mai credincioasă pentru scrutarea viitorului decât ar fi o nepărtinitoare cercetare a experienței din trecut și până acum. Cu alte cuvinte, ignorăm în mare măsură perspectivele schimbărilor din viitor, despre al căror caracter nu știm nimic.
2. Presupunem că starea opiniei publice *actuale* așa cum este ea exprimată în prețuri și caracterul producției existente se bazează pe o *corectă* apreciere a perspectivelor viitoare...
3. Știind că evaluarea noastră individuală nu are valoare, ne străduim să ne aliniem judecății celorlalți care sunt probabil mai bine informați. Cu alte cuvinte, ne străduim să ne conformăm comportamentului majorității sau mediei<sup>9</sup>

Deși Keynes nu avea câtuși de puțin dreptate în privința interpretării comportamentului investitorilor, cu siguranță că gândirea lui era în general corectă. Pentru că, fără îndoială, erorile euristice ale indivizilor joacă un rol decisiv în producerea volatilității pe piețele financiare.

\* Peter Bernstein spunea : „Tot turnăm date din trecut... dar datele din trecut... constituie doar o parte dintre evenimente, și nu un set de observații independente, așa cum cer legile probabilității. Istoria ne oferă doar un eșantion... al piețelor de capital, și nu mii de eșantioane separate și luate la întâmplare” Aceeași problemă – și anume că nu avem decât un singur eșantion – e inerentă, firește, și în geologie, o știință istorică mult mai avansată decât cea a istoriei finanțelor, după cum observa Larry Neal.



Asta ne duce la al doilea motiv cu privire la inerenta instabilitate a sistemului financiar : comportamentul uman. După cum am văzut, toate instituțiile financiare sunt la mila tendinței noastre înnăscute de a trece de la euforie la disperare ; a incapacității noastre recurente de a ne proteja împotriva unor factori de risc imprevedibili ; a incapacității noastre de a învăța din lecțiile istoriei. Într-un faimos articol, Daniel Kahneman și Amos Tversky demonstau cu o serie de experimente tendința oamenilor de a calcula greșit probabilitățile, chiar și atunci când sunt confrunțați cu simple alternative financiare. Mai întâi au oferit fiecărui individ dintr-un grup ales pentru test câte 1.000 de lire israeliene. Apoi le-au spus să aleagă între : a) șansa de 50% de a câștiga încă 1.000 de lire sau b) șansa de 100% de a câștiga încă 500 de lire. Doar 16% au ales varianta (a) ; toți ceilalți (84%) au ales (b). Apoi au cerut aceluiași grup de oameni să-și imagineze că au primit fiecare câte 2.000 de lire israeliene și să se confrunte cu alternativa : c) o șansă de 50% de a pierde 1.000 de lire sau d) o șansă de 100% de a pierde 500 de lire. De data asta majoritatea (69%) au ales (c) ; doar 31% au ales varianta (d). Și totuși, din punctul de vedere al șanselor de câștig, cele două probleme sunt identice. În ambele situații ești confruntat cu alegerea între 50% șanse să primești 1.000 de lire și aceeași șansă de a primi 2.000 de lire (a și c) sau șansa sigură de a primi 1.500 de lire (b și d). În acest experiment, ca și în altele, Kahneman și Tversky au identificat o asimetrie izbitoare : aversiune față de risc în condițiile unor perspective pozitive, dar alegerea riscului în fața unor perspective negative. Pierderea are un impact de două ori și jumătate mai mare față de un câștig de aceeași mărime<sup>10</sup>

Acest „eșec al invarianței” este doar una dintre multiplele erori euristice (modalități aparte de a gândi și învăța) care le deosebesc pe ființele umane reale de *homo economicus* din teoria economică neoclasică, despre care se presupune că ia decizii în mod rațional, pe baza tuturor informațiilor disponibile și a foloaselor așteptate. Alte experimente demonstrează că, de asemenea, cădem victime prea ușor unor capcane cognitive de genul :

1. *predilecție pentru ceea ce e ușor disponibil*, care ne determină să ne bazăm deciziile pe informații mai ușor disponibile în memoria noastră decât pe datele de care avem cu adevărat nevoie ;
2. *predilecție pentru înțelegerea ulterioară*, care ne face să oferim evenimentelor o probabilitate mai mare după ce acestea s-au petrecut (*ex post*) decât înainte de producerea lor (*ex ante*) ;
3. *problema inducției*, care ne face să formulăm reguli generale pe baza unor informații insuficiente ;
4. *deducția greșită a conjuncției* (sau disjuncției), ceea ce înseamnă că avem tendința de a supraestima probabilitatea ca șapte evenimente cu o probabilitate de 90% să se întâmple *toate*, în vreme ce subestimăm probabilitatea ca *măcar unul* din șapte evenimente cu o probabilitate de 10% să se întâmple ;
5. *predilecție pentru confirmare*, care ne face mai degrabă să căutăm dovada confirmării unei ipoteze inițiale, decât să căutăm dovada care o va nega ;
6. *efectele contaminării*, prin care îngăduim ca informații irelevante, dar imediate să influențeze o decizie ;
7. *euristica afectivă*, prin care judecăm de valoare preconcepute interferează cu evaluarea noastră asupra costurilor și beneficiilor ;
8. *neglijarea scopului*, care ne împiedică să ajustăm proporțional ceea ce suntem înclinați să sacrificăm pentru a evita daune de diferite ordini de mărime ;
9. *încredere exagerată în calibrare*, care ne determină să subestimăm intervalele de încredere în cadrul cărora estimările noastre sunt solide (de exemplu, combinând scenariul „cel mai bun” cu „cel mai puțin probabil”) ; și

10. *apatia spectatorului*, care ne face să renunțăm la responsabilitatea individuală atunci când ne aflăm într-o mulțime<sup>11</sup>.

Dacă vă mai îndoiiți de adânc înrădăcinata capacitate de eroare a ființelor umane, răspundeți la următoarea problemă. O minge și o bătă de baseball, împreună, costă 1 liră și 10 penny, iar o bătă costă cu 1 liră mai mult decât mingea. Cât costă mingea? Una din două persoane afirmă cu tărie: 10 penny. Răspunsul corect este 5 penny, pentru că numai o bătă care costă 1 liră și 5 penny și o minge în valoare de 5 penny ajung să satisfacă ambele condiții<sup>12</sup>.

Dacă există vreun domeniu care să revoluționeze înțelegerea noastră asupra felului în care funcționează piețele financiare, atunci cu siguranță acela este incipienta disciplină a comportamentului financiar<sup>13</sup>. Nu este deloc limpede câte dintre acțiunile rezultate din ipotezele asupra eficienței piețelor pot supraviețui confruntării cu această disciplină<sup>14</sup>. Cei care se încred în „înțelepciunea mulțimii”<sup>15</sup> gândesc doar că un grup mai mare de oameni probabil că evaluează mai corect decât un grup mai restrâns de presupuși experți. Dar asta nu înseamnă mare lucru. Vechea butadă conform căreia „macroeconomistii au prezis corect nouă dintre ultimele cinci recesiuni” nu e doar o simplă glumă, ci expresia adevărului demoralizant cu privire la dificultatea prognozelor economice<sup>16</sup>. În același timp, cercetători serioși ai psihologiei umane se așteaptă la tot atâta nebunie câtă înțelepciune în cadrul unui grup mare de oameni<sup>17</sup>. Un caz evident în această privință trebuie să fie cvasiuniversala iluzie dominantă printre investitorii din prima jumătate a anului 2007 că o criză majoră a lichidităților nu se poate întâmpla (vezi Introducerea). În această privință se potrivește sinteza lui Eliezer Yudkowsky:

Oamenii sunt tentați să fie supraîncrezători și supraoptimiști. Se concentrează doar asupra unui singur scenariu din viitor și le înlătură pe toate celelalte. Nu evocă în memorie [nici o criză a lichidităților] din trecut. S-ar putea să supraestimeze predictibilitatea trecutului și astfel să subestimeze surprizele viitorului. S-ar putea să nu înțeleagă dificultățile pregătirii [pentru criza lichidităților] fără să ia în considerare beneficiile înțelegerii ulterioare. Preferă... să riște pe baza unor probabilități cu beneficiul cel mai mare, neglijând valoarea aflată în joc. S-ar putea să combine informațiile pozitive cu privire la beneficiile unei tehnologii [de exemplu, asigurarea titlurilor] cu informațiile negative asupra riscului. S-ar putea ca judecata lor să fie contaminată de filmele în care [sistemul financiar] este în cele din urmă salvat... Or, perspectiva cu totul neplăcută [a crizei lichidităților] îi poate îndemna să caute argumente că [lichiditățile] *nu* [se vor evapora], fără să se străduiască la fel de mult să caute motivele [pentru care se va întâmpla astfel]. Dar dacă întrebarea ar fi exact așa: „De ce mai mulți oameni nu fac nimic pentru a împiedica una ca asta?”, s-ar putea ca unii să-și pună exact întrebarea asta, uitându-se în jur să vadă dacă cineva reacționează în vreun fel... dar, în același timp, arătându-se calmi și stăpâni pe ei<sup>18</sup>.

Cele mai multe dintre greșelile noastre cognitive sunt, firește, rezultatul evoluției. Al treilea motiv pentru capriciosul drum al istoriei financiare e de asemenea legat de teoria evoluției, deși prin analogie. Se spune adesea că finanțele au o trăsătură darwinistă. „Supraviețuirea celor mai bine adaptați” e o frază pe placul traderilor agresivi; după cum am văzut, băncile de investiții au o predilecție pentru a ține conferințe cu titluri de genul: „Evoluția desăvârșirii”. Iar criza din 2007 din Statele Unite a sporit frecvența unor asemenea afirmații. Anthony W. Ryan, asistentul secretarului Trezoreriei, nu era singura persoană care vorbea despre valurile de extincție financiară în a doua parte a anului 2007. Andrew Lo, directorul Laboratorului pentru Inginerie Financiară al Institutului

de Tehnologie din Massachusetts, este în avangarda efortului de reconceptualizare a piețelor ca sisteme adaptative<sup>19</sup>. O analiză istorică pe termen lung a dezvoltării serviciilor financiare sugerează, de asemenea, că forțele evoluționiste sunt prezente în lumea financiară la fel de mult pe cât sunt de prezente în lumea naturală<sup>20</sup>.

Bineînțeles că nu este nouă ideea că procesele darwiniste ar acționa și în economie. Economia evoluționistă este de fapt o subdisciplină bine stabilită, care de șaisprezece ani are propria publicație de specialitate<sup>21</sup>. Thorstein Veblen a fost primul care a pus întrebarea : „De ce economia nu este o știință evoluționistă ? ” (sugerând că de fapt ar trebui să fie), încă din 1898<sup>22</sup>. Într-un celebru pasaj din lucrarea sa *Capitalism, Socialism and Democracy*, care s-ar putea aplica la fel de bine și în finanțe, Joseph Schumpeter caracteriza capitalismul industrial drept un „proces evoluționist”

Caracterul evoluționist... nu se datorează doar faptului că viața economică evoluează într-un mediu social și natural care se modifică și prin modificările sale schimbă și datele acțiunii economice ; acest lucru este important, iar aceste schimbări (războaie, revoluții și așa mai departe) condiționează adeseori și schimbările industriale, dar nu acestea sunt motorul lor principal. Acest caracter evoluționist nu se datorează nici creșterii cvasiautonomie a populației și capitalului sau capriciilor sistemelor monetare pentru care este valabil același caracter. Impulsul fundamental care pornește și ține în funcțiune mașinăria capitalismului provine din noile bunuri de consum, din noile metode de producție sau transport, din noile piețe, din noile forme de organizare industrială pe care le creează inițiativa capitalistă... Apariția unor noi piețe, interne sau în străinătate, și evoluția organizațională de la atelierul meșteșugăresc și fabrică, la concerne precum US Steel ilustrează același proces de mutație industrială – dacă pot folosi un termen din biologie – care revoluționează neconținut structura economică *din interior*, distrugând în permanență vechile modele și creând în permanență altele noi. Acest proces de Distrugere-Creatoare este factorul esențial al capitalismului<sup>23</sup>.

Un element-cheie care reiese din cercetările recente este acela cu privire la cât se distruge în economia modernă. Cam una din zece companii americane dispar în fiecare an. Între 1989 și 1997, ca să fiu mai precis, în medie 611.000 de afaceri au dispărut anual dintr-un total de 5,73 de milioane de firme. Trebuie să reținem că, în medie, rata de extincție este de 10% ; în anumite sectoare economice poate ajunge până la 20% într-un an nefavorabil (ca în cazul sectorului financiar din Districtul Columbia în 1989, în timpul momentului culminant al crizei asociațiilor Savings and Loan)<sup>24</sup>. Conform datelor Departamentului de Comerț și Industrie din Marea Britanie, după trei ani dispar 30% dintre firmele înregistrate la fisc<sup>25</sup>. Chiar dacă supraviețuiesc în primii ani de existență și se bucură de mare succes, în cele din urmă, majoritatea firmelor dispar. Dintre cele 100 de companii cele mai mari din lume în 1912, 29 au dat faliment până în 1995, 48 au dispărut și doar 19 mai sunt în top 100<sup>26</sup>. Socotind că în mare măsură activitatea băncilor și a burselor este aceea de a finanța companii, nu trebuie să ne surprindă dacă descoperim același tablou al distrugerii creatoare și în lumea financiară. Am constatat deja rata ridicată de uzură a fondurilor de acoperire. (Singurul motiv pentru care nu dau faliment mai multe bănci este acela că, după cum vom vedea, ele sunt ferite de colaps, explicit și implicit, de către guverne.)

Care sunt trăsăturile comune ale lumii financiare și ale adevăratului sistem evoluționist ? Îmi vin în minte șase dintre ele :

– „Genele”, în sensul în care anumite practici economice joacă același rol precum genele în biologie, permițând informațiilor să fie depozitate în „memoria organizațională” și să fie transmise mai departe de la individ la individ sau de la firmă la firmă atunci când este creată o nouă firmă.

- Capacitatea de mutație spontană, care în lumea economică este numită de obicei inovație și, mai ales, dar nu întotdeauna, inovație tehnologică.
- Competiția pentru resurse dintre indivizii aceleiași specii, cu rezultatul că aceasta determină care afacere va rezista sub aspectul longevității și al capacității de proliferare.
- Un mecanism de selecție naturală prin intermediul pieței care alocă resurse umane și capital, precum și posibilitatea decesului în cazul lipsei de performanță, adică „supraviețuirea diferențiată”.
- Dimensiunea evoluției speciilor care susține biodiversitatea prin crearea unor specii cu totul noi de instituții financiare.
- Dimensiunea extincției, cu specii care dispar definitiv.

Istoria finanțelor este în mod esențial rezultatul mutației și al selecției naturale. Un rol îl joacă „abaterea” întâmplătoare (inovații/mutații care nu sunt promovate prin selecție naturală, dar care totuși se întâmplă) și „fluxul” (inovații/mutații provocate atunci când, să zicem, băncile chinezești au adoptat practici americane). Pot exista și „evoluii comune”, când diferite specii financiare conlucrează și se adaptează împreună (precum fondurile de acoperire și instituțiile de brokeraj principal). Însă principalul mecanism este alegerea pieței. Organismele financiare sunt în competiție pentru resursele epuizabile. În anumite perioade și în unele locuri, unele specii pot deveni dominante. Însă inovațiile realizate de speciile aflate în competiție sau apariția unor specii cu totul noi împiedică apariția unei ierarhii permanente sau a unei monoculturi. În mare vorbind, legea supraviețuirii celor mai adaptați se aplică și aici. Instituțiile cu „gene egoiste” care dovedesc o bună capacitate de autoreproducere și autoperpetuare vor tinde să prolifereze și să reziste<sup>27</sup>

Să notăm că în acest fel s-ar putea să nu rezulte evoluția unui organism perfect. O „mutație destul de bună” își va asigura dominația dacă se petrece la momentul potrivit și în locul potrivit, datorită sensibilității procesului de evoluție la condițiile inițiale; ceea ce înseamnă că un ușor avantaj inițial se poate traduce într-o mai îndelungată perioadă de dominare, fără să fie neapărat un avantaj optim. Trebuie, de asemenea, să nu uităm că în lumea naturală evoluția nu este progresivă, cum se credea în mod obișnuit (mai ales de către partizanii lui Herbert Spencer). Unele forme primitive de viață financiară, cum ar fi cămătarii, nu sunt condamnate la uitare, cum nu sunt nici procariotele microscopice care și acum sunt cele mai numeroase dintre speciile de pe pământ. Complexitatea dobândită prin evoluție nu asigură protecție în fața extincției nici unui organism și nici unei firme – aceasta este soarta celor mai multe dintre speciile de animale și plante.

Analogia cu principiile evoluționiste este, evident, imperfectă. În natură, când un organism înghite un altul înseamnă doar că s-a hrănit; pe când în lumea serviciilor financiare fuziunile și achizițiile pot duce direct la mutații. În lumea organismelor financiare nu există ceva asemănător cu rolul jucat de reproducerea sexuală din lumea animală (deși limbajul vulgar sexual este adesea folosit pentru a descrie anumite tipuri de tranzacții financiare). Cele mai multe mutații financiare sunt deliberate, inovații conștiente, și nu schimbări întâmplătoare. Într-adevăr, prin faptul că o firmă se poate adapta în cursul evoluției sale la modificările ce au loc în jurul ei, evoluția financiară (ca și evoluția culturală) poate fi mai degrabă de tip lamarkian decât darwinist. Mai departe vom discuta de alte două diferențe esențiale. Cu toate acestea, teoria evoluționistă oferă un model mai eficient pentru înțelegerea modificărilor financiare decât oricare alt model de care dispunem.

Acum nouăzeci de ani, socialistul german Rudolf Hilferding a prezis o mișcare inexorabilă spre o concentrare tot mai mare a proprietății în ceea ce numea el capital financiar<sup>28</sup>. Viziunea convențională asupra evoluției financiare privește într-adevăr procesul din punctul de vedere al superiorității firmei supraviețuitoare mari, de succes. În arborele

genealogic oficial al Citigroup se vede cum, de-a lungul timpului, numeroase firme mici – datând de pe vremea fondării în 1812 a City Bank din New York – au cunoscut o mișcare convergentă spre un trunchi comun, actualul conglomerat de firme. Însă tocmai acesta este modul greșit de a privi evoluția financiară pe termen lung, care *începe* de la un trunchi comun. Periodic, din trunchi ies ramuri din care evoluează noi tipuri de bănci și alte instituții financiare. Faptul că o anume firmă de succes ajunge să înghită firme mai mici întâlnite în cale e mai mult sau mai puțin semnificativ. În procesul de evoluție, animalele se mănâncă unele pe altele, dar nu aceasta e forța motrice din spatele mutațiilor evoluționiste și apariției de noi specii și subspecii. Ideea este că economiile de scară și de gamă nu sunt întotdeauna și forța motrice a istoriei financiare. Cel mai adesea, motorul principal îl constituie procesul de speciație – prin care sunt create tipuri de firme cu totul noi – și procesul la fel de recurent al distrugerii creatoare, prin care firmele mai slabe dispar.

Să luăm cazul serviciilor bancare pentru persoane fizice și cel al băncilor comerciale, unde s-a păstrat o considerabilă biodiversitate. Deși există giganți precum Citigroup și Bank of America, unele piețe din America de Nord și din Europa au încă sectoare relativ fragmentate de retail bancar. Sectorul de bănci cooperatiste a cunoscut cele mai multe modificări în ultimii ani, cu niveluri mari de consolidare (mai ales după criza asociațiilor Savings and Loan din anii 1980), cele mai multe instituții migrând spre acționariat. Când am început să mă gândesc pentru prima dată la aceste rânduri, singura specie de bancă ce părea să se apropie de extincție în țările dezvoltate era banca aflată în proprietatea statului, deoarece privatizarea se împrăștiase în întreaga lume. Însă criza financiară a schimbat toate acestea. Începând cu naționalizarea Northern Rock, proprietatea de stat a avut o revenire spectaculoasă. La momentul la care scriu acest cuvânt de încheiere revizuit pentru ediția paperback, pare posibil ca o administrație americană ezitantă să fie silită să preia Citibank, Bank of America și alte instituții aflate în pragul insolvenței.

În alte privințe, istoria recentă fusese una a speciației, proliferarea unor noi tipuri de instituții financiare, exact la ceea ce ne așteptăm într-un sistem cu adevărat evoluționist. Au apărut numeroase firme ce oferă servicii financiare specializate, mai ales în domeniul bunurilor de consum (de exemplu Capital One). Acum există un număr de noi „buticuri” ce oferă servicii pentru piața de bănci private. Un alt fenomen relativ recent și în continuă dezvoltare este acela al bankingului direct (prin telefon sau internet). De asemenea, la fel cum s-au format giganții din imperiul bankingului investiționar, au evoluat și au proliferat specii noi și mai versatile, cum ar fi fondurile de acoperire și parteneriatul de capital privat. Și așa cum am văzut în capitolul 6, creșterea rapidă a rezervelor valutare ale exportatorilor de bunuri manufacturate și energie produce o nouă generație de fonduri suverane de investiții.

Nu numai că au proliferat noi forme de firme financiare, dar există și noi forme de active și servicii financiare. În anii de dinainte de 2007 a crescut foarte mult apetitul investitorilor pentru titluri garantate ipotecar și titluri garantate cu active. A crescut enorm și utilizarea derivatelor, majoritatea fiind vândute și cumpărate direct, fără intermediari, prin tranzacții private, și nu prin tranzacții publice – tendință care, deși profitabilă pentru vânzătorul derivatelor, s-ar putea să aibă consecințe neplăcute și neintenționate, din pricina lipsei de standarde ale unor astfel de instrumente și a unor posibile probleme juridice în cazul unei crize.

Prin urmare, în termeni evoluționiști, sectorul serviciilor financiare pare să fi trecut printr-o explozie de douăzeci de ani de perioadă cambriană, în care speciile existente au evoluat spectaculos și au apărut specii noi în mare număr. Ca și în lumea naturală, existența

unor giganți nu a împiedicat evoluția și existența continuă a speciilor mai mici. Mărimea nu înseamnă totul nici în natură, nici în lumea finanțelor. Într-adevăr, tocmai dificultățile ce apar odată ce firme private devin tot mai mari și mai complexe – dezechilibrele de scară asociate cu birocrăția, presiunile asociate rapoartelor trimestriale – oferă oportunități pentru apariția unor noi forme de firme private. Ceea ce contează pentru evoluție nu este mărimea sau (dincolo de un anumit nivel) complexitatea. Tot ce contează este să ai capacitate de supraviețuire și de reproducere a genelor. Echivalentul financiar este să ai capacitatea de a produce rentabilități ale capitalului și să generezi imitatori care să utilizeze modele de afaceri similare.

În lumea financiară, mutația și speciația au fost de obicei reacții evoluționiste în fața mediului și a competiției, selecția naturală determinând care dintre noile trăsături ajung să se răspândească pe scară largă. Uneori, ca și în lumea naturală, procesul evoluționist a suferit fracturi puternice sub forma unor șocuri geopolitice și a unor crize financiare. Firește, diferența este că, dacă asteroizii giganți (precum cel care a eliminat 85% dintre specii la sfârșitul cretacului) sunt șocuri exogene, crizele financiare sunt șocuri endogene, provenind din sistemul financiar însuși. Marea Depresiune din anii 1930 și Marea Inflație a anilor 1970 se remarcă drept momente ale unor mari discontinuități, cu „extincții în masă”, precum năvala panicardă asupra băncilor din anii 1930 și falimentul asociațiilor Savings and Loan din anii 1980.

În vremurile noastre se întâmplă în mod evident ceva similar. Cu siguranță, abrupta deteriorare a condițiilor de credit și a prețurilor activelor care a început în vara anului 2007 a creat probleme acute pentru multe fonduri de acoperire, lăsându-le vulnerabile la mâna investitorilor. Până și unele dintre cele (îndeosebi Citadel a lui Ken Griffin) care s-au descurcat bine în faza inițială a crizei au suferit pierderi masive în 2008. Dar o trăsătură și mai importantă a crizei financiare a constituit-o impactul devastator asupra băncilor. Pierderile mondiale generate de titlurile americane garantate cu active și alte forme de credite riscante sunt apreciate de Fondul Monetar Internațional la circa 2,2 bilioane de dolari. În momentul redactării acestor rânduri (februarie 2009) au fost raportate pierderi de 1,1 bilioane de dolari de către toate instituțiile financiare, ceea ce înseamnă că doar jumătate din pierderi au ieșit la suprafață până acum. De la declanșarea crizei, băncile din Statele Unite au șters datorii în valoare de 494 de miliarde de dolari și au majorat noul capital la aproximativ 448 de miliarde de dolari, lăsând un deficit de puțin sub 50 de miliarde de dolari. Întrucât băncile ținesc în mod obișnuit un raport capital/active de mai puțin de 10%, asta înseamnă că balanțele trebuie să sufere o contracție de 500 de miliarde de dolari. Însă colapsul așa-numitului sistem bancar paralel al unor entități extrabilanțiere cum ar fi vehiculele investiționale structurate și societățile intermediare, a făcut ca această contracție să fie cu adevărat dificilă, aducându-le activele și pasivele înapoi în bilanțurile băncilor. Mai mult decât atât, clienții nonfinancieri au folosit liniile de credit prearanjate ca să-și sporească lichiditățile, determinând astfel o nouă creștere a activelor bancare.

Criza a expus neajunsuri fundamentale ale acordurilor internaționale (Basel I și II)\* care guvernează raportul dintre active și capital. De exemplu, în Europa, capitalul mediu

\* Conform regulilor agreeate prin reglementările de la Basel I din 1988, activele băncilor sunt împărțite în cinci categorii conform riscului de credit, care gradează riscul de la zero (de exemplu, pentru obligațiunile guvernamentale interne) până la 100% (datorii corporatiste). Băncile internaționale sunt obligate să păstreze rezerve de capital egale cu 8% din valoarea activelor de risc. Basel II, regulamentul publicat pentru prima oară în 2004, dar treptat adoptat și de restul lumii, stabilește reguli mult mai complexe, făcând distincție între riscul de credit,

al băncii este acum echivalent cu mult mai puțin de 10% din valoarea activelor (probabil cam 4%), în comparație cu 25% la începutul secolului XX. Altfel spus, îndatorarea medie (raportul dintre active și capital) a fost lăsată să crească spectaculos în anii dinaintea crizei. De exemplu, în septembrie 2008, raportul de îndatorare al Bank of America era de 73,7 la 1 (capitalul său însemna doar 1,4% din active). Dacă erau incluse și angajamentele din afara bilanțului, raportul de îndatorare creștea la un uluitor 134 la 1. Această situație făcea parte dintr-o explozie generală a datoriilor în cadrul căreia datoriile totale (financiare, ale corporațiilor, gospodăriilor și guvernului) au crescut de la puțin peste 160% din PIB în 1974 la mai bine de 350% în 2008. Importanța economică a creșterii datoriilor gospodăriilor poate fi dedusă din faptul că, fără consolidarea consumului prin decizia consumatorilor de a împrumuta bani pe baza valorii reale a caselor lor, rata reală de creștere a economiei Statelor Unite în timpul mandatului lui George W. Bush ar fi fost undeva la 1% pe an. Această epocă a îndatorării se încheie acum.

Criza financiară a spulberat și speranțele celor care credeau că separarea originii riscului de gestionarea bilanțului ar distribui riscul în mod optim în cadrul sistemului financiar. Pare să se fi întâmplat exact invers, cu concentrări enorme de risc acumulate în inima sistemului financiar. În plus, sistemul de securitizare – care la apogeul său reprezenta aproape o cincime din toate creditele create – s-a dovedit neașteptat de vulnerabil.

În termeni evoluționiști, criza a provocat deja o extincție majoră. Băncile americane de investiții, odinioară jucătorii dominanți de pe Wall Street, au dispărut: fie au falimentat (ca în cazul Lehman Brothers), fie au fost preluate de bănci comerciale (Bear Stearns și Merrill Lynch), fie au fost nevoite să se transforme în holdinguri bancare ca să supraviețuiască (Goldman Sachs și Morgan Stanley). În același timp, și companiile de asigurare de obligațiuni par sortite să dispară. În alte sectoare financiare are loc mai curând declinul populației decât extincția propriu-zisă. Pare puțin probabil ca această criză să treacă fără alte fuziuni și achiziții de către băncile comerciale de pe ambele părți ale Atlanticului, întrucât cei relativ puternici îi devorează pe cei relativ slabi. Într-adevăr, Ken Lewis de la Bank of America a prezis anul trecut că doar jumătate din cele 8.500 de bănci americane vor supraviețui crizei. Cu toate acestea, dificultățile lui Lewis după achiziționarea Merrill Lynch nu prea îi încurajează pe alți potențiali cumpărători. Numărul fondurilor de investiții va scădea cu cel puțin o treime pe măsură ce cei slabi sunt părăsiți de investitori sau absorbiți de cei puternici\*

De asemenea, e posibil ca în urma crizei să apară forme absolut noi de instituții financiare. După cum sugera Andrew Lo: „Așa cum s-a mai întâmplat în trecut în cazul incendiilor de pădure din piețele financiare, e foarte probabil să vedem o incredibilă faună și floră apărând în urma acestei crize”<sup>29</sup>. Aceasta ar putea fi ocazia perfectă pentru a crea un tip de bancă comercială de modă veche, axată mai curând pe relații decât pe tranzacții și pe construirea încrederii pe care atâtea bănci consacrate și-au pierdut-o.

Mai există o diferență majoră între natură și finanțe. În vreme ce în lumea biologică evoluția are loc în mediul natural, unde schimbările sunt esențialmente întâmplătoare (de

---

riscul de operațiune și riscul de piață, ultimul permițând folosirea modelelor valorii la risc (VaR). În mod ironic, în lumina evenimentelor din 2007-2008, riscul lichidităților este combinat cu alte riscuri sub denumirea de „risc rezidual” Astfel de reguli intră inevitabil în conflict cu tendința tuturor băncilor de a-și reduce capitalul și de a crește astfel rentabilitatea capitalului. După cum spunea Andrew Lo: „Fondurile de acoperire sunt echivalentul Insulelor Galapagos în domeniul finanțelor... Rata inovațiilor, evoluției, competiției, adaptării, nașterii și dispariției, toată gama de fenomene evoluționiste se desfășoară într-un ritm extraordinar de rapid”

unde metafora lui Richard Dawkins a ceasornicarului orb), evoluția serviciilor financiare apare într-o structură reglementată și, ca să împrumutăm o expresie a creaționiștilor antidarwiniști, în care un rol îl joacă „planul inteligent” Modificările bruște ale mediului regulator sunt destul de diferite de schimbările bruște ale mediului macroeconomic, care constituie o analogie a schimbărilor din lumea naturală. Din nou, diferența constă în faptul că în cazul mediului financiar există un element endogen care reglează schimbările, pentru că cei implicați sunt adesea braconieri deveniți paznici de vânatoare, care au o bună cunoaștere a modului în care funcționează sectorul privat. Dar rezultatul final e similar cu cel al schimbărilor climatice asupra evoluției biologice. Noi reguli și reglementări pot transforma trăsături pozitive din trecut în unele brusc dezavantajoase. De exemplu, înflorirea și prăbușirea asociațiilor Savings and Loan s-au datorat în mare măsură schimbărilor din mediul legislativ din Statele Unite. Modificările legislative ce vor apărea în urma actualei crize financiare s-ar putea să aibă consecințe la fel de neprevăzute.

Intențiile declarate ale celor mai multe reglementări sunt menite să mențină stabilitatea din sectorul serviciilor financiare, prin aceasta protejând consumatorii pe care-i slujește și economia „reală” pe care o sprijină industria. Companiile care nu sunt în sfera industriilor financiare sunt socotite mai puțin importante systemic pentru economie în general și mai puțin decisive pentru nivelul de trai al consumatorului. Colapsul instituțiilor financiare majore, în care clienții mărunți își pierd depozitele, constituie deci un eveniment pe care orice decident (și politician) dorește să-l evite cu orice preț. O veche problemă s-a făcut din nou simțită începând cu august 2007: în ce măsură garanțiile explicite și implicite de salvare a băncilor creează un pericol moral, încurajându-le să-și asume riscuri excesive pe baza ideii că statul va interveni pentru evitarea crizei lichidităților sau chiar a insolvenței dacă instituția respectivă este socotită prea mare pentru a fi lăsată să dea faliment – fiind adică prea importantă din punct de vedere politic sau capabilă să determine totodată și falimentul multor altor firme. Totuși, din perspectivă evoluționistă, problema arată ușor diferit. În fapt s-ar putea să fie de nedorit să existe instituții din categoria „celor prea mari pentru a fi lăsate să dea faliment”, pentru că, fără crizele ocazionale ale distrugerii creatoare, procesul evoluționist ar fi stânenit. Experiența Japoniei din anii 1990 reprezintă un avertisment pentru legiuitori și decidenți, demonstrând că un întreg sector bancar poate deveni un fel de mână moartă din punct de vedere economic dacă instituțiile sale sunt sprijinite în ciuda lipsei lor de performanță și dacă nu sunt eliminate debitele neperformante. Ideea general acceptată este că Lehman Brothers nu trebuia lăsată să dea faliment în septembrie 2008. Cu toate acestea, este dificil de înțeles cum ar fi putut fi salvată, la momentul respectiv, atât Merrill Lynch, cât și Lehman Brothers. Fără îndoială că Trezoreria Statelor Unite a subestimat impactul falimentului Lehman, îndeosebi asupra deținătorilor străini de titluri. Pe de altă parte, cum s-ar fi asigurat Trezoreria că avea să fie adoptată legea ce crea Programul de Asistență a Activelor Neperformante, în valoare de 700 de miliarde de dolari, fără a înrăutăți în mod palpabil criza generată de falimentul Lehman?

Orice șoc din sistemul financiar trebuie să provoace și victime. Lăsată să acționeze în voia sa, selecția naturală trebuie să acționeze rapid pentru eliminarea instituțiilor celor mai slabe de pe piață, care, de obicei, sunt înghițite de cele de succes. Dar cele mai multe crize aduc și reguli și legi noi, deoarece legiuitorii și decidenții se reped să stabilizeze sistemul financiar pentru a proteja clienții/alegătorii. Însă punctul sensibil e acela că posibilitatea de extincție nu poate și nu trebuie să fie eliminată printr-un set de legi excesiv de preventive. Acum mai bine de șaptezeci de ani, Joseph Schumpeter scria: „Sistemul economic nu poate funcționa fără *ultima ratio* a distrugerii definitive a celor care sunt



irecuperabil asociați cu ceea ce este inadaptabil și fără speranță” În concepția sa, asta înseamnă exact dispariția „acelor firme care nu sunt suficient de puternice să supraviețuiască”<sup>30</sup>

Rămâne de văzut dacă măsurile extraordinare luate de guvernele occidentale după septembrie 2008 vor avea efectul dorit de a preveni un colaps total al sistemului financiar sau dacă vor ajunge în realitate să stânjenească procesul evoluției financiare. În Statele Unite, Rezervele Federale și-au redus efectiv rata minimă la zero. Împreună cu Trezoreria și cu Federal Deposit Insurance Corporation, supusă unei presiuni alarmante, le-a oferit instituțiilor financiare împrumuturi, injecții de capital și garanții în valoare de aproximativ 8 bilioane de dolari. Programul de împrumut pentru titluri garantate cu active al Rezervelor Federale va alocă la rândul său 1 bilion de dolari revitalizării procesului de securitizare a împrumuturilor. Cu toate acestea, va fi fără îndoială nevoie de mai mulți bani pentru recapitalizarea sau naționalizarea băncilor, dată fiind insuficiența probabilă a Fondului de Investiții Public-Privat anunțat în februarie. Față de toate aceste măsuri de sprijin al sistemului financiar, stimulul fiscal de 787 de miliarde de dolari al administrației Obama pare o nimica toată.

Prețul salvării de către stat este controlul deținut de stat, iar băncile americane descoperă deja că libertatea lor de acțiune este limitată în ceea ce privește compensațiile directorilor și recrutarea de străini. Ar putea să marcheze această situație o revenire la tipul de control guvernamental al finanțelor la care am asistat ultima oară în perioada interbelică? Desigur, într-o anumită privință criza financiară ne-a catapultat deja înapoi în anii 1940. O consecință directă a tuturor acestor noi cheltuieli va fi o creștere enormă a deficitului guvernamental, care va depăși 12% din PIB sau 44% din totalul cheltuielilor federale în 2009. Decalajul dintre cheltuieli și venitul din impozite nu a mai fost atât de mare de la al Doilea Război Mondial. Enigma la momentul în care scriu este cine va cumpăra noi obligațiuni guvernamentale americane în valoare de 1,75 bilioane de dolari. Chinezii, fideli parteneriatului chimerican? Gospodăriile americane, convertite brusc la cumpătare? Sau Rezervele Federale, înarmate cu tiparnița monetară?

Pe când scriam această carte, am fost adesea întrebat dacă nu cumva i-am dat un titlu greșit. *Ascensiunea banilor* sună hazardat de optimist (mai ales pentru cei care nu fac legătura cu cartea lui Bronowski *Ascensiunea omului*) în toiul celei mai grave crize financiare de după Marea Depresiune. Dar, de acum, pentru cititor este evidentă ascensiunea sistemului nostru financiar de la începuturile sale îndepărtate din perioada zarafilor din Mesopotamia. Este adevărat că au avut loc căderi, contracții și dispariții. Dar nici cele mai nefericite evenimente nu ne-au întors din drum. Deși linia istoriei financiare pare cam zimțuită, traiectoria sa este, fără îndoială, ascendentă.

Este adevărat, i-aș fi putut aduce un omagiu lui Charles Darwin intitulând această carte *Descendența finanțelor*, pentru că istoria pe care v-am prezentat-o este cu adevărat evoluționistă. Atunci când retragem bani de la bancomate, sau investim o parte a salariului lunar în obligațiuni și acțiuni, sau ne asigurăm mașinile, sau ne reipotecăm casele, sau renunțăm să mai investim în țară și ne îndreptăm spre piețele emergente, de fapt intrăm într-un flux de tranzacții cu multe antecedente în istorie.

Există persoane care vorbesc astăzi despre „moartea capitalismului” sau „sfârșitul pieței libere”, ca și când statul ar fi cumva o alternativă la piețele financiare. Realitatea istorică, după cum ar trebui să fie deja clar, este aceea că statele și piețele financiare au existat dintotdeauna într-o relație de simbioză. Într-adevăr, fără nevoile finanțelor publice, o bună parte din inovațiile financiare care au creat băncile centrale, piața obligațiunilor și bursa de valori nu ar mai fi existat. Sunt convins, mai mult decât oricând, că până nu

vom înțelege pe deplin originea speciilor financiare, nu vom înțelege niciodată adevărul fundamental al banilor : departe de a fi „un monstru care trebuie pus la locul său”, după cum se plângea recent președintele Germaniei<sup>31</sup>, piețele financiare sunt ca o oglindă a omenirii, dezvăluind în fiecare ceas al fiecărei zile modul în care ne evaluăm pe noi înșine și resursele din jurul nostru.

Și nu e vina oglinzii că ne dezvăluie și defectele, la fel de bine ca și frumusețea noastră.

## Mulțumiri

Deși scrisul este o îndeletnicire solitară, nici o carte nu e o aventură singulară. Le sunt îndatorat celor din personalul următoarelor arhive : Muzeul Istoric din Amsterdam ; Biblioteca Națională din Paris ; British Museum, Londra ; Muzeul Bumbacului de la Casa Bumbacului din Memphis ; Arhivele Naționale Olandeze, Haga ; Muzeul de Stat din Louisiana, New Orleans ; Arhivele Medici, Arhiva Orașului Florența ; Arhivele Naționale ale Scoției, Edinburgh ; Biblioteca Națională, Veneția ; Arhivele Rothschild, Londra ; Arhivele Scottish Widows, Edinburgh. O seamă de oameni de știință și bibliotecari au răspuns cu generozitate rugămintelor mele de a mă sprijini. În mod deosebit, doresc să le aduc mulțumiri următorilor : Melanie Aspey, Tristram Clarke, Florence Groshens, Francesco Guidi-Bruscoli, Greg Lambousy, Valerie Moar, Liesbeth Strasser, Jonathan Taylor și Lodewijk Wagenaar. Am beneficiat de ajutor neprețuit din partea lui Andrew Novo.

Mulțumiri deosebite grupului select de experți în domeniul financiar care au fost de acord să fie intervievați și înregistrați : Domingo Cavallo, Joseph DiFatta, John Elick, Kenneth Griffin, William Gross, José Piñera, lord Rothschild, sir Evelyn de Rothschild, Richard Scruggs, George Soros, George Stevenson, Carmen Velasco, Paul Volcker, Sherron Watkins și Robert Zoellick. Am beneficiat mult de pe urma convorbirilor neoficiale purtate cu participanții la evenimentele organizate de Morgan Stanley și GLG Partners.

Această carte a apărut în formatul cărților Penguin de ambele părți ale Atlanticului. La New York am avut privilegiul de a fi editat pentru prima dată de Ann Godoff. La Londra, Simon Winder s-a străduit să nu vadă lumina tiparului nici un fel de expresii neinteligibile. Michael Page a făcut o treabă excelentă în calitate de corector. Datorez mulțumiri, de asemenea, următorilor : Richard Duguid, Ruth Stimson, Rosie Glaisher, Alice Dawso, Helen Fraser, Stefan McGrath, Ruth Pinkney și Penelope Vogler.

Ca și ultimele mele trei cărți, *Ascensiunea banilor* a fost de la început și un serial de televiziune, și o carte. La Channel 4 sunt îndatorat următorilor : Julian Bellamy, Ralph Lee, Kevin Lygo și mai ale lui Hamish Mykura. Conflictele noastre ocazionale au fost întotdeauna creatoare. La New York, la W-NET/Channel 13, Stephen Segaller mi-a fost de un neprețuit ajutor. Sunt, de asemenea, recunoscător în special colectivului de strângere de fonduri de la Channel 13, condus de Barbara Bantivoglio, pentru toate eforturile lor. Și nici cartea și nici seriarele nu ar fi fost posibile fără extraordinara echipă realizată la Chimerica Media pentru serialul nostru : Dewald Aukema, operatorul nostru fără egal, Rosalind Bentley, cercetătoarea noastră, Vaughan Matthews, cameraman secund, Paul Paragon și Ronald van der Speck, oameni de sunet, Joanna Potts, producător secund, Vivienne Steel, director de producție, și Charlotte Wilkins, coordonator de producție, fără a o uita pe predecesoarea ei Hedda Archbold. Cât despre Melanie Fall și Adrian Pennink, tovarășii mei de la Chimerica, e suficient să spun că fără ei *Ascensiunea banilor* nu s-ar fi ridicat de la sol.

Dintre numeroșii oameni care au ajutat la filmarea seriarelor, o seamă dintre ei s-au străduit în mod excepțional să ne ajute. Mulțumesc următorilor : Sergio Ballivian, Rudra Banerji, Matias de Sa Moreira, Makarene Gargliardi, Laurens Grant, Juan Harrington, Fernando Mecklenburg, Alexandra Sanchez, Tiziana Tortarolo, Khaliph Troup, Sebastiano Venturo și Eelco Vijzelaar. Prietenul meu Chris Wilson a avut grijă să nu pierd nici un avion.

Am fost extrem de norocos să-i am alături pe Andrew Wylie, cel mai grozav agent literar din lume, și pe Sue Ayton, echivalentul său în lumea televiziunii britanice. Mulțumiri și pentru James Pullen și pentru toți ceilalți membri ai birourilor din Londra și New York ai Agenției Wylie.

O seamă de istorici, economiști și oameni de finanțe au avut generozitatea de a citi manuscrisul în întregime sau parțial sau au dezbătut unele probleme-cheie. Vreau să le mulțumesc pentru asta următorilor: Rawi Abdelal, Ewen Cameron Watt, Richard Carty, Rafael DiTella, Mohamed El-Erian, Benjamin Friedman, Brigitte Granville, Laurence Kotlikoff, Robert Litan, George Magnus, Ian Mukherjee, Greg Peters, Richard Roberts, Emmanuel Roman, William Silber, André Stern, Lawrence Summers, Richards Sylla, Nassim Taleb, Peter Temin și James Tisch. Nu mai e nevoie să subliniez că toate erorile de fapte și interpretări care mai există îmi aparțin întru totul.

Cercetările pentru această carte și scrierea ei au fost întreprinse într-o perioadă de considerabile schimbări în viața personală. Iar fără înțelegerea și sprijinul a trei instituții academice mi-ar fi fost imposibil să duc planul la capăt. La Universitatea Oxford aş vrea să le mulțumesc rectorului și personalului academic din Colegiul Jesus și echivalentului lor de la Colegiul Oriel, precum și bibliotecarilor de la Bodleian. La Institutul Hoover, Stanford, le sunt îndatorat lui John Raisian, director, și excelenței sale echipe, mai ales lui Jeff Bliss, William Bonnett, Noel Kolak, Richard Sousa, Celeste Szeto, Deborah Ventura și Dan Wilhelmi. Între colegii de la Hoover care m-au sprijinit sau au inspirat această lucrare se numără: Robert Barro, Stephen Haber, Alvin Rabushka și Barry Weingast.

Le sunt extrem de îndatorat colegilor mei de la Harvard. Mi-ar lua mult prea mult timp pentru a mulțumi fiecărui membru de la Departamentul de Istorie de la Harvard, așa că mă opresc doar la cei care au contribuit în mod direct la acest proiect. Charles Maier mi-a fost un permanent izvor de inspirație și prietenie. Jim Hankins mi-a oferit ospitalitate și m-a ajutat la Florența. Doresc să le mulțumesc, de asemenea, lui David Armitage, Erez Manela, Ernest May și Daniel Sargent (pe care acum l-am pierdut în beneficiul celor de la Berkeley) pentru că au constituit Istoria Internațională ca un mediu interdisciplinar perfect pentru cercetările istorice. Andrew Gordon și urmașul său James Kloppenberg au condus departamentul cu deosebită pricepere și exactitate. Iar fără Janet Hatch și echipa sa, cel puțin una dintre cele trei rotițe esențiale ale administrației, cercetării și învățământului s-ar fi sfărâmat.

La Centrul de Studii Europene am avut norocul de a-i întâlni și schimba idei, printre alții, cu David Blackburn, Patricia Craig, Paul Dzus, Patrice Higonnet, Stanley Hoffman, Maya Jasanoff, Katiana Orluc, Anna Popiel, Sandy Selesky, Cindi Skach, Michelle Weitzel și Daniel Ziblatt.

În anii 2006-2007, colegii mei de la Harvard Business School au fost cei care au dus greul. Mai întâi și mai întâi, îi mulțumesc decanului Jay Light pentru că mi-a fost aproape în momente dificile. Și le sunt la fel de recunoscător tuturor membrilor de la Business and Government in the International Economy pentru că mi-au tolerat absențele nemotivate, în special lui Richard Victor, pe care l-am lăsat singur, ca și lui Rawi Abdelal, Laura Alfaro, Diego Comin, Arthur Daemmerich, Rafael DiTella, Catherine Duggan, Lakshmi Iyer, Noel Maurer, David Moss, Aldo Musacchio, Forest Reinhardt, Julio Rotemberg, Debora Spar, Gunnar Trumbull, Louis Wells și Eric Werker. Zac Pelleriti a oferit un vital sprijin administrativ.

Mulțumiri merită și Steven Bloomfield și colegii săi de la Centrul de Afaceri Internaționale Weatherhead, Graham Allison și toți ceilalți de la Centrul Belfer pentru Știință și Afaceri Internaționale, Claudia Goldin și ceilalți participanți la lucrările seminarului de Istoria Economiei, și ultimelor, dar nu și cele de pe urmă, Dorothy Austin și Diana Eck și tuturor celorlalți de la Lowell House.

În fine, le mulțumesc tuturor studenților mei de pe ambele maluri ale râului Charles, mai ales celor din clasele 10b, anii 1961, 1964 și 1965. Am învățat din numeroasele lor lucrări și din nenumăratele discuții oficiale și neoficiale că a lucra la Harvard e o mare bucurie.

În perioada în care a fost scrisă această carte, soția mea Susan s-a luptat cu consecințele unui accident sever și cu alte dificultăți. Și le sunt cel mai îndatorat ei și copiilor noștri, Felix, Freya și Lachlan. Sper să-i pot răsplăti într-o valută mai puternică.

# Note

## Introducere

1. Mai precis, asta însemna creșterea venitului pe cap de locuitor, după deducerea taxelor, între trimestrul al treilea al anului 2006 și trimestrul al treilea al anului 2007. De atunci a rămas același, înregistrând o creștere nesemnificativă între martie 2007 și martie 2008. Date din Economic Report of the President 2008, table B-3 r : <http://www.gpoaccess.gov/eopl>.
2. Carmen DeNavas-Walt, Bernadette D. Proctor și Jessica Smith, Income, *Poverty and Health Insurance Coverage in the United States : 2006* (Washington, DC, august 2007), p. 4.
3. *We See Opportunity* Goldman Sachs 2007 Annual Report (New York, 2008).
4. Paul Collier, *The Bottom Billion : Why the Poorest Countries Are Failing and What Can Be Done about It* (Oxford, 2007).
5. David Wessel, „A Source of our Bubble Trouble”, *Wall Street Journal*, 17 ianuarie 2008.
6. Stephen Roach, „Special Compendium : Lyford Cay 2006”, *Morgan Stanley Research* (21 noiembrie 2006), p. 4.
7. Stephen Roach, „Special Compendium : Lyford Cay 2006”, *Morgan Stanley Research* (21 noiembrie 2006), p. 4.
8. *Princeton Survey Research Associates International*, pregătit pentru National Foundation for Credit Counseling, „Financial Literacy Survey”, 19 aprilie 2007 : [http://www.nfcc.org/NFCC\\_Summary\\_Report\\_ToplineFinal.pdf](http://www.nfcc.org/NFCC_Summary_Report_ToplineFinal.pdf).
9. Alexander R. Konrad, „Finance Basics Elude Citizens”, *Harvard Crimson*, 2 februarie 2008.
10. Associated Press, „Teens Still Lack Financial Literacy, Survey Finds”, 5 aprilie 2006 : <http://www.msnbc.msn.com/id/12168872/>.

## Capitolul 1

### Visuri de lăcomie

1. „A World without Money”, *Socialist Standard* (iulie 1979). Pasajul este un extras tradus din „Les Amis de Quatre Millions de Jeunes Travailleurs”, *Un Monde sans Argent : Le Communisme* (Paris, 1975-1976) : <http://www.geocities.com/~johngray/stanmond.htm>.
2. Este adevărat, Marx și Engels nu au recomandat abolirea banilor, ci „centralizarea creditului în mâinile statului prin intermediul unei bănci centrale cu capital de stat și monopol exclusiv” cea de-a cincea prevedere din *Manifestul Partidului Comunist*.
3. Juan Forero, „Amazonian Tribe Suddenly Leaves Jungle Home”, 11 mai 2006 : <http://www.entheology.org/edoto/anmviewer.asp?a=244>.
4. Clifford Smyth, *Francisco Pizarro and the Conquest of Peru* (Whitefish, Montana, 2007 [1931]).
5. Michael Wood, *Conquistadors* (Londra, 2001), p. 128.

6. Pentru o descriere vie din perspectiva dominantă a conchistadorilor, care arată limpede că motivul lor principal era aurul, vezi scrisoarea din noiembrie 1533 a lui Hernando Pizarro către Consiliul Regal din Santo Domingo, în Clements R. Markham (ed.), *Reports on the Discovery of Peru* (Londra, 1872), pp. 113-127.
7. M.A. Burkholder, *Colonial Latin America* (ediția a II-a, Oxford, 1994), p. 46.
8. J. Hemming, *Conquest of the Incas* (Londra, 2004), p. 77.
9. *Ibid.*, p. 355.
10. Wood, *Conquistadors*, pp. 38, 148.
11. Hemming, *Conquest*, p. 392.
12. P. Bakewell, *A History of Latin America* (ediția a II-a, Oxford, 2004), p. 186.
13. Hemming, *Conquest*, pp. 356ff.
14. Vezi Alexander Murray, *Reason and Society in the Middle Ages* (Oxford, 2002), pp. 25-58.
15. Vezi Thomas J. Sargent și François R. Velde, *The Big Problem of Small Change* (Princeton, NJ, 2002).
16. Bakewell, *History of Latin America*, p. 182.
17. Mauricio Drelichman și Hans-Joachim Voth, „Institutions and the Resource Curse in Early Modern Spain”, lucrare prezentată la CIAR Institutions, Organizations, and Growth Program Meeting din Toronto, 16-18 martie 2007.
18. Hans J. Nissen, Peter Damerow și Robert K. Englund, *Archaic Bookkeeping Early Writing and Techniques of Economic Administration in the Ancient Near East* (Londra, 1993).
19. Mulțumiri domnului dr. John Taylor de la British Museum pentru îndrumările sale excelente și ajutorul acordat în descifrarea inscripțiilor cuneiforme. Am învățat, de asemenea, multe din „muzeul virtual” al lui Martin Schubik de la Yale : <http://www.museumofmoney.org/babylon/>.
20. Glyn Davies, *A History of Money From Ancient Times to the Present Day* (Cardiff, 1994); Jonathan Williams împreună cu Joe Cribb și Elizabeth Errington (eds.), *Money A History* (Londra, 1997).
21. Vezi Marc Van De Mieroop, *Society and Enterprise in Old Babylonian Ur* (Berlin, 1992), și eseurile din Michael Hudson și Marc Van De Mieroop (eds.), *Debt and Economic Renewal in the Ancient Near East*, vol. III (Bethesda, MD, 1998); Jack M. Sassoon, Gary Beckman și Karen S. Robinson, *Civilizations of the Ancient Near East*, vol. III (Londra, 2000).
22. William N. Goetzmann, „Fibonacci and the Financial Revolution”, *NBER Working Paper 10352* (martie 2004).
23. John H. Munro, „The Medieval Origins of the Financial Revolution: Usury, Rentes, and Negotiability”, *International History Review*, 25, 3 (septembrie 2003), pp. 505-562.
24. Pentru avantajele pe care le câștigau orașele italiene protejând comunitățile evreiești, vezi Maristella Botticini, „A Tale of «Benevolent» Governments: Private Credit Markets, Public Finance, and the Role of Jewish Lenders in Renaissance Italy”, *Journal of Economic History*, 60, 1 (martie 2000), pp. 164-189.
25. Frederic C. Lane, *Venice: A Maritime Republic* (Baltimore, 1973), p. 300.
26. *Idem*, „Venetian Bankers, 1496-1533: A Study in the Early Stages of Deposit Banking”, *Journal of Political Economy*, 45, 2 (aprilie 1937), pp. 87-206.
27. Benjamin C.I. Ravid, „The First Charter of the Jewish Merchants of Venice”, *AJS Review*, 1 (1976), pp. 190 și urm.
28. *Idem*, „The Legal Status of the Jewish Merchants of Venice, 1541-1638”, *Journal of Economic History*, 35, 1 (martie 1975), pp. 274-279.
29. Rhiannon Edward, „Loan Shark Charged 110 per cent Interest”, *Scotsman*, 18 august 2006.
30. John Hale, *The Civilization of Europe in the Renaissance* (Londra, 1993), p. 83.
31. Gene A. Brucker, „The Medici in the Fourteenth Century”, *Speculum*, 32, 1 (ianuarie 1957), p. 13.
32. John H. Munro, „The Medieval Origins of the Financial Revolution: Usury, Rentes, and Negotiability”, *International History Review*, 25, 3 (septembrie 2003), pp. 505-562.

33. Richard A. Goldthwaite, „The Medici Bank and the World of Florentine Capitalism”, *Past and Present*, 114 (februarie 1987), pp. 3-31. Pentru contextul afirmării familiei Medici, vezi Raymond de Roover, *The Rise and Decline of the Medici Bank, 1397-1494* (Cambridge, MA, 1963), pp. 9-34.
34. Arhivele de Stat ale Venetiei, Mediceo Avanti Principato, MAP 133, 134, 153.
35. Franz-Josef Arlinghaus, „Bookkeeping, Double-entry Bookkeeping”, în Christopher Kleinhenz (ed.), *Medieval Italy An Encyclopedia*, vol. 1 (New York, 2004). Cea dintâi carte care descrie această metodă este cea a lui Benedetto Cotrugli *Il libro dell'arte di mercatura*, publicată în 1458.
36. Raymond de Roover, „The Medici Bank : Organization and Management”, *Journal of Economic History*, 6, 1 (mai 1946), pp. 24-52.
37. Arhivele de Stat ale Venetiei, Archivio del Monte, Catasto of 1427. Îi sunt recunoscător domnului Francesco Guidi pentru sfaturile sale privind documentele Medici din Arhivele de Stat ale Florenței.
38. Raymond de Roover, „The Decline of the Medici Bank”, *Journal of Economic History*, 7, 1 (mai 1947), pp. 69-82.
39. Stephen Quinn și William Roberds, „The Big Problem of Large Bills : The Bank of Amsterdam and the Origins of Central Banking”, *Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper, 2005-2016* (august 2005).
40. Vezi, spre exemplu, Peter L. Rousseau și Richard Sylla, „Financial Systems, Economic Growth, and Globalization”, în Michael D. Bordo, Alan M. Taylor și Jeffrey G. Williamson (eds.), *Globalization in Historical Perspective* (Chicago/Londra, 2003), pp. 373-416.
41. Vezi Charles P. Kindleberger, *A Financial History of Western Europe* (Londra, 1984), p. 94.
42. Walter Bagehot, *Lombard Street : A Description of the Money Market* (Londra, 1873).
43. Citat în Kindleberger, *Financial History*, p. 87.
44. Niall Ferguson și Oliver Wyman, *The Evolution of Financial Services Making Sense of the Past, Preparing for the Future* (Londra/New York, 2007), p. 34. Vezi și p. 40 pentru o evaluare complexă a lichidității globale.
45. *Ibid.*, p. 63.
46. *Ibid.*, p. 48.
47. <http://www.bis.org/statistics/bankstats.htm>.
48. Lord [Victor] Rothschild, *Meditations of a Broomstick* (Londra, 1977) p. 17.

## Capitolul 2

### Robia obligațiunilor

1. David Wessel și Thomas T. Vogel Jr., „Arcane World of Bonds is Guide and Beacon to a Populist President”, *Wall Street Journal*, 25 februarie 1993, p. A1.
2. Raymond Goldsmith, *Premodern Financial Systems* (Cambridge, 1987), pp. 157 și urm., 164-169.
3. Vezi M. Veseth, *Mountains of Debt : Crisis and Change in Renaissance Florence, Victorian Britain and Postwar America* (New York/Oxford, 1990).
4. John H. Munro, „The Origins of the Modern Financial Revolution : Responses to Impediments from Church and State in Western Europe, 1200-1600”, *University of Toronto Working Paper*, 2 (6 iulie 2001), p. 7.
5. James Macdonald, *A Free Nation Deep in Debt : The Financial Roots of Democracy* (New York, 2003), pp. 81 și urm.
6. Jean-Claude Hocquet, „City-State and Market Economy”, în Richard Bonney (ed.), *Economic Systems and State Finance* (Oxford, 1995), pp. 87-91.

7. Jean-Claude Hocquet, „Venice”, în Richard Bonney (ed.), *The Rise of the Fiscal State in Europe, c. 1200-1815* (Oxford, 1999), p. 395.
8. Frederic C. Lane, *Venice : A Maritime Republic* (Baltimore, 1973), p. 323.
9. *Idem*, „Venetian Bankers, 1496-1533 A Study in the Early Stages of Deposit Banking”, *Journal of Political Economy*, 45, 2 (aprilie 1937), pp. 197 și urm.
10. Munro, „Origins of the Modern Financial Revolution”, pp. 15 și urm.
11. Martin Körner, „Public Credit”, în Richard Bonney (ed.), *Economic Systems and State Finance* (Oxford, 1995), pp. 520 și urm., 524 și urm. Vezi și Juan Gelabert, „Castile, 1504-1808”, în Richard Bonney (ed.), *The Rise of the Fiscal State in Europe, c. 1200-1815* (Oxford, 1999), pp. 208ff.
12. Marjolein 't Hart, „The United Provinces 1579-1806”, în Richard Bonney (ed.), *The Rise of the Fiscal State in Europe, c. 1200-1815* (Oxford, 1999), pp. 311 și urm.
13. Douglass C. North și Barry R. Weingast, „Constitutions and Commitment : The Evolution of Institutions Governing Public Choice in Seventeenth-Century England”, *Journal of Economic History*, 49, 4 (1989), pp. 803-832. Evaluarea clasică a revoluției financiare a Marii Britanii e făcută de P.G.M. Dickson, *The Financial Revolution in England : A Study in the Development of Public Credit, 1688-1556* (Londra, 1967).
14. Cea mai bună evaluare a crizei financiare a Vechiului Regim e făcută de J.F. Bosher, *French Finances, 1570-1795* (Cambridge, 1970).
15. Larry Neal, *The Rise of Financial Capitalism : International Capital Markets in the Age of Reason* (Cambridge, 1990).
16. *Hansard*, serie nouă, vol. XVIII, pp. 540-543.
17. Pentru o relatare detaliată, vezi Niall Ferguson, *The World's Banker : The History of the House of Rothschild* (Londra, 1998). Vezi și Herbert H. Kaplan, *Nathan Mayer Rothschild and the Creation of a Dynasty The Critical Years, 1806-1816* (Stanford, 2006).
18. Rothschild Archive, Londra, XI/109, Nathan Rothschild către frații săi Amschel, Carl și James, 2 ianuarie 1816.
19. Rothschild Archive, Londra, XI/109/2/2/156, Salomon, Paris, către Nathan, Londra, 29 octombrie 1815.
20. Vezi Lord (Victor) Rothschild, *The Shadow of a Great Man* (Londra, 1982).
21. Philip Ziegler, *The Sixth Great Power : Barings, 1762-1929* (Londra, 1988), pp. 94 și urm.
22. Heinrich Heine, *Ludwig Börne – ein Denkschrift : Sämtliche Schriften*, vol. IV (München, 1971), p. 27.
23. Heinrich Heine, „Lutetia”, în *Sämtliche Schriften*, vol. V (München, 1971), pp. 321 și urm., 353.
24. Anonim, *The Hebrew Talisman* (Londra, 1840), pp. 28 și urm.
25. Henry Iliowzi, „In the Pale” *Stories and Legends of the Russian Jews* (Philadelphia, 1897).
26. Richard McGregor, „Chinese Buy into Conspiracy Theory”, *Financial Times*, 26 septembrie 2007.
27. Marc Flandreau și Juan H. Flores, „Bonds and Brands : Lessons from the 1820s”, Center for Economic Policy Research Discussion Paper, 6420 (august 2007).
28. Pentru o listă mai completă a tuturor problemelor legate de obligațiuni cu care a fost asociată familia Rothschild în vreun fel, vezi J. Ayer, *A Century of Finance, 1804 to 1904 : The London House of Rothschild* (Londra, 1904), pp. 14-42.
29. Pentru Amsterdam, vezi James C. Riley, *International Government Finance and the Amsterdam Capital Market* (Cambridge, 1980), pp. 119-194.
30. Niall Ferguson, „The First «Eurobonds» : The Rothschilds and the Financing of the Holy Alliance, 1818-1822”, în William N. Goetzmann și K. Geert Rouwenhorst (eds.), *The Origins of Value : The Financial Innovations that Created Modern Capital Markets* (Oxford, 2005), pp. 311-323.
31. Johann Heinrich Bender, *Über den Verkehr mit Staatspapieren in seinen Hauptrichtungen... Als Beylageheft zum Archiv für die Civilist[ische] Praxis*, vol. VIII (Heidelberg, 1825), pp. 6 și urm.



32. Heine, *Ludwig Börne*, p. 28.
33. Alfred Rubens, *Anglo-Jewish Portraits* (Londra, 1935), p. 299.
34. *The Times*, 15 ianuarie 1821.
35. Bertrand Gille, *Histoire de la Maison Rothschild*, vol. I : *Des origines à 1848* (Geneva, 1965), p. 487.
36. Richard Hofstadter, *The Age of Reform from Bryan to F.D.R.* (Londra, 1962), pp. 75 și urm.
37. Hermann Fürst Pückler, *Briefe eines Verstorbenen*, ed. Heinz Ohff (Kupfergraben, 1986), p. 7.
38. J.A. Hobson, *Imperialism : A Study* (Londra, 1902), partea I, capitolul 4.
39. Vezi, de exemplu, Douglas B. Ball, *Financial Failure and Confederate Defeat* (Urbana, 1991).
40. Irving Katz, *August Belmont : A Political Biography* (New York, 1968), mai ales pp. 96-99.
41. S. Diamond (ed.), *A Casual View of America : The Home Letters of Salomon de Rothschild, 1859-1861* (Londra, 1962).
42. Vezi Rudolf Glanz, „The Rothschild Legend in America”, *Jewish Social Studies*, 19 (1957), pp. 3-28.
43. Marc D. Weidenmier, „The Market for Confederate Cotton Bonds”, *Explorations in Economic History*, 37 (2000), pp. 76-97. Vezi și *idem*, „Turning Points in the US Civil War : Views from the Grayback Market”, *Southern Economic Journal*, 68, 4 (2002), pp. 875-890.
44. Vezi W.O. Henderson, *The Lancashire Cotton Famine : 1861-1865* (Manchester, 1934) ; Thomas Ellison, *The Cotton Trade of Great Britain* (New York, 1968 [1886]).
45. Marc D. Weidenmier, „Comrades in Bonds : The Subsidized Sale of Confederate War Debt to British Leaders”, Claremont McKenna College Working Paper (februarie 2003).
46. Richard Roberts, *Schröders : Merchants and Bankers* (Basingstoke, 1992.), pp. 66 și urm.
47. Richard C.K. Burdekin și Marc D. Weidenmier, „Inflation is Always and Everywhere a Monetary Phenomenon : Richmond vs. Houston in 1864”, *American Economic Review*, 91, 5 (decembrie 2001), pp. 1621-1630.
48. Richard Burdekin și Marc Weidenmier, „Suppressing Asset Price Inflation : The Confederate Experience, 1861-1865”, *Economic Inquiry*, 41, 3 (iulie 2003), 420-432. Compară cu Eugene M. Lerner, „Money, Prices and Wages in the Confederacy, 1861-65”, *Journal of Political Economy*, 63, 1 (februarie 1955), pp. 20-40.
49. Frank Griffith Dawson, *The First Latin American Debt Crisis* (Londra, 1990).
50. Kris James Mitchener și Marc Weidenmier, „Supersanctions and Sovereign Debt Repayment”, NBER Working Paper 11472 (2005).
51. Niall Ferguson și Moritz Schularick, „The Empire Effect : The Determinants of Country Risk in the First Age of Globalization, 1880-1913”, *Journal of Economic History*, 66, 2 (iunie 2006), pp. 283-312.
52. Kris James Mitchener și Marc Weidenmier, „Empire, Public Goods, and the Roosevelt Corollary”, *Journal of Economic History*, 65 (2005), pp. 658-692.
53. William Cobbett, *Rural Rides* (Londra, 1985 [1830]), p. 117.
54. *Ibid.*, pp. 34, 53.
55. M. de Cecco, *Money and Empire : The International Gold Standard, 1890-1914* (Oxford, 1973).
56. Theo Balderston, „War Finance and Inflation in Britain and Germany, 1914-1918”, *Economic History Review*, 42, 2 (mai 1989), pp. 222-244.
57. Calculate de B.R. Mitchell, *International Historical Statistics : Europe, 1750-1993* (Londra, 1998), pp. 358 și urm.
58. Jay Winter și Jean-Louis Robert (eds.), *Capital Cities at War : Paris, London, Berlin 1914-1919*, Studies in the Social and Cultural History of Modern Warfare, nr. 2 (Cambridge, 1997), p. 259.
59. Gerald D. Feldman, *The Great Disorder : Politics, Economy and Society in the German Inflation, 1914-1924* (Oxford/New York, 1997), pp. 211-254.
60. Elias Canetti, *Crowds and Power* (New York, 1988), p. 186.

61. John Maynard Keynes, *A Tract on Monetary Reform*, retipărit în *Collected Writings*, vol. IV (Cambridge, 1971), pp. 3, 29, 36.
62. John Maynard Keynes, *The Economic Consequences of the Peace* (Londra, 1919), pp. 220-233.
63. Frank Whitson Fetter, „Lenin, Keynes and Inflation”, *Economica*, 44, 173 (februarie 1977), p. 78.
64. William C. Smith, „Democracy, Distributional Conflicts and Macro-economic Policymaking in Argentina, 1983-89”, *Journal of Inter-american Studies and World Affairs*, 32, 2 (vara 1990), pp. 1-42. Compară cu Rafael Di Telia și Ingrid Vogel, „The Argentine Paradox : Economic Growth and Populist Tradition”, Harvard Business School Case 9-702-001 (2001).
65. Jorge Luis Borges, „The Garden of Forking Paths”, în *idem, Labyrinth : Selected Stories and Other Writings*, ed. Donald A. Yates și James E. Irby (Harmondsworth, 1970), pp. 50 și urm. [ed. rom. Jorge Luis Borges, „Grădina cu cărări ce se bifurcă”, în *idem, Proză completă I*, traduceri și note de Irina Dogaru, Cristina Hăulică și Andrei Ionescu, cuvânt înainte, tabel cronologic, prezentări și ediție îngrijită de Andrei Ionescu, Polirom, Iași, 2015, pp. 441, 443 – n.tr.].
66. Ferguson, *World's Banker*, capitolul 27.
67. Mai multe detalii în Gerardo della Paolera și Alan M. Taylor, *Straining at the Anchor : The Argentine Currency Board and the Search for Macroeconomic Stability, 1880-1935* (Chicago, 2001).
68. „A Victory by Default”, *Economist*, 3 martie 2005.
69. Pentru o discuție recentă pe acest subiect, vezi Michael Tomz, *Reputation and International Cooperation : Sovereign Debt across Three Centuries* (Princeton, 2007).
70. Pentru Marea Inflație, vezi Fabrice Collard și Harris Dellas, „The Great Inflation of the 1970s”, Working Paper (1 octombrie 2003); Edward Nelson, „The Great Inflation of the Seventies : What Really Happened ?”, Federal Reserve Bank of St Louis Working Paper, 2004-001 (ianuarie 2004); Allan H. Meltzer, „Origins of the Great Inflation”, *Federal Reserve Bank of St Louis Review*, partea a II-a (martie/aprilie 2005), pp. 145-175.
71. Cele 11 piețe sunt : Australia, Canada, Franța, Germania, Hong Kong, Irlanda, Japonia, Olanda, Elveția, Marea Britanie și Statele Unite. Vezi Watson Wyatt, „Global Pension Fund Assets Rise and Fall” <http://www.watsonwyatt.com/news/press.asp?ID=18579>.
72. CNN, 9 iulie 2000.
73. Depoziția președintelui Alan Greenspan, Federal Reserve Board's semi-annual Monetary Policy Report to the Congress, before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, US Senate, 16 februarie 2005.

### Capitolul 3

## Cum se sparg bulele

1. Pentru contribuțiile recente la o vastă literatură, vezi Timothy Guinnane, Ron Harris, Naomi R. Lamoreaux și Jean-Laurent Rosenthal, „Putting the Corporation in its Place”, NBER Working Paper 13109 (mai 2007).
2. Vezi în special Robert J. Shiller, *Irrational Exuberance* (ediția a II-a, Princeton, 2005).
3. Vezi Charles P. Kindleberger, *Manias, Panics and Crashes : A History of Financial Crises* (ediția a III-a, New York/Chichester/Brisbane/Toronto/Singapore, 1996), pp. 12-16. Kindleberger s-a inspirat din lucrările de pionierat ale Hyman Minsky. Pentru două dintre lucrările sale cheie, vezi Hyman P. Minsky, „Longer Waves in Financial Relations : Financial Factors in the More Severe Depressions”, *American Economic Review*, 54, 3 (mai 1964), pp. 324-335; *idem*, „Financial Instability Revisited : The Economics of Disaster”, în *idem* (ed.), *Inflation, Recession and Economic Policy* (Brighton, 1982), pp. 117-161.

4. Kindleberger, *Manias*, p. 14.
5. „The Death of Equities”, *Business Week*, 13 august 1979.
6. „Dow 36,000”, *Business Week*, 27 septembrie 1999.
7. William N. Goetzmann și Philippe Jorion, „Global Stock Markets in the Twentieth Century”, *Journal of Finance*, 54, 3 (iunie 1999), pp. 953-980.
8. Jeremy J. Siegel, *Stocks for the Long Run : The Definitive Guide to Financial Market Returns and Long-Term Investment Strategies* (New York, 2000).
9. Elroy Dimson, Paul Marsh și Mike Stanton, *Triumph of the Optimists : 101 Years of Global Investment Returns* (Princeton, 2002).
10. Paul Frentrop, *A History of Corporate Governance 1602-2002* (Bruxelles, 2003), pp. 49-51.
11. Ronald Findlay și Kevin H. O'Rourke, *Power and Plenty Trade, War, and the World Economy in the Second Millennium* (Princeton, 2007), p. 178.
12. Frentrop, *Corporate Governance*, p. 59.
13. Pentru ambivalența capitalismului calvinist în Republica Olandeză, vezi Simon Schama, *The Embarrassment of Riches An Interpretation of Dutch Culture in the Golden Age* (New York, 1997 [1987]).
14. John P. Shelton, „The First Printed Share Certificate : An Important Link in Financial History”, *Business History Review*, 39, 3 (toamna 1965), p. 396.
15. Shelton, „First Printed Share Certificate”, pp. 400 și urm.
16. Engel Sluiter, „Dutch Maritime Power and the Colonial Status Quo, 1585-1641”, *Pacific Historical Review*, 11, 1 (martie 1942), p. 33.
17. *Ibid.*, p. 34.
18. Frentrop, *Corporate Governance*, pp. 69 și urm.
19. Larry Neal, „Venture Shares of the Dutch East India Company”, în William N. Goetzmann și K. Geert Rouwenhorst (eds.), *The Origins of Value : The Financial Innovations that Created Modern Capital Markets* (Oxford, 2005), p. 167.
20. Neal, „Venture Shares”, p. 169.
21. Schama, *Embarrassment of Riches*, p. 349.
22. *Ibid.*, p. 339.
23. Neal, „Venture Shares”, p. 169.
24. Frentrop, *Corporate Governance*, p. 85.
25. *Ibid.*, pp. 95 și urm.
26. *Ibid.*, p. 103. Cf. Neal, „Venture Shares”, p. 171.
27. Neal, „Venture Shares”, p. 166.
28. Findlay și O'Rourke, *Power and Plenty*, p. 178.
29. *Ibid.*, pp. 179-183. Cf. Sluiter, „Dutch Maritime Power”, p. 32.
30. Findlay și O'Rourke, *Power and Plenty*, p. 208.
31. Femme S. Gaastra, „War, Competition and Collaboration : Relations between the English and Dutch East India Company in the Seventeenth and Eighteenth Centuries”, în H.V. Bowen, Margarette Lincoln și Nigel Ribgy (eds.), *The Worlds of the East India Company* (Leicester, 2002), p. 51.
32. Gaastra, „War, Competition and Collaboration”, p. 58.
33. Ann M. Carlos și Stephen Nicholas, „«Giants of an Earlier Capitalism» : The Chartered Trading Companies as Modern Multinationals”, *Business History Review*, 62, 3 (toamna 1988), pp. 398-419.
34. Gaastra, „War, Competition and Collaboration”, p. 51.
35. Findlay și O'Rourke, *Power and Plenty*, p. 183.
36. *Ibid.*, p. 185, figura 4.5.
37. Gaastra, „War, Competition and Collaboration”, p. 55.
38. Jan de Vries și A. van der Woude, *The First Modern Economy Success, Failure and Perseverance of the Dutch Economy, 1500-1815* (Cambridge, 1997), p. 396.

39. Andrew McFarland Davis, „An Historical Study of Law”s System”, *Quarterly Journal of Economics*, 1, 3 (aprilie 1887), p. 292.
40. H. Montgomery Hyde, *John Law The History of an Honest Adventurer* (Londra, 1969), p. 83.
41. Earl J. Hamilton, „Prices and Wages at Paris under John Law”s System”, *Quarterly Journal of Economics*, 51, 1 (noiembrie 1936), p. 43.
42. Davis, „Law”s System”, p. 300.
43. *Ibid.*, p. 305.
44. Thomas E. Kaiser, „Money, Despotism, and Public Opinion in Early Eighteenth-Century Finance : John Law and the Debate on Royal Credit”, *Journal of Modern History*, 63, 1 (martie 1991), p. 6.
45. Max J. Wasserman și Frank H. Beach, „Some Neglected Monetary Theories of John Law”, *American Economic Review*, 24, 4 (decembrie 1934), p. 653.
46. James Macdonald, *A Free Nation Deep in Debt : The Financial Roots of Democracy* (New York, 2003), p. 192.
47. Kaiser, „Money”, p. 12.
48. *Ibid.*, p. 18.
49. Hamilton, „Prices and Wages”, p. 47.
50. Davis, „Law”s System”, p. 317.
51. Antoin E. Murphy, *John Law Economic Theorist and Policy-Maker* (Oxford, 1997), p. 233.
52. Hamilton, „Prices and Wages”, p. 55.
53. Murphy, *John Law*, p. 201.
54. *Ibid.*, p. 190.
55. Vezi Larry Neal, *The Rise of Financial Capitalism : International Capital Markets in the Age of Reason* (Cambridge, 1990), p. 74.
56. Kaiser, „Money”, p. 22.
57. Pentru amănunte privind exodul speculatorilor englezi care au părăsit Parisul în noiembrie și decembrie, vezi Neal, *Financial Capitalism*, p. 68.
58. Murphy, *John Law*, pp. 213 și urm.
59. *Ibid.*, p. 205.
60. Lord Wharnccliffe (ed.), *The Letters and Works of Lady Mary Wortley Montagu* (Paris, 1837), pp. 321 și urm.
61. Earl J. Hamilton, „John Law of Lauriston : Banker, Gamester, Merchant, Chief? ”, *American Economic Review*, 57, 2 (mai 1967), p. 273.
62. Murphy, *John Law*, pp. 201-202.
63. Hamilton, „John Law”, p. 276.
64. Murphy, *John Law*, p. 239. Compară cu Hamilton, „Prices and Wages”, p. 60.
65. Kaiser, „Money”, pp. 16, 20.
66. *Ibid.*, p. 22.
67. Murphy, *John Law*, p. 235.
68. *Ibid.*, p. 250.
69. Hyde, *Law*, p. 159.
70. Schama, *Embarrassment of Riches*, pp. 366 și urm.
71. *Ibid.*, pp. 367 și urm.
72. Pentru o relatare diferită, vezi Neal, *Financial Capitalism*, pp. 89-117 ; Edward Chancellor, *Devil Take the Hindmost : A History of Financial Speculation* (Londra, 1999), pp. 58-95.
73. Chancellor, *Devil Take the Hindmost*, p. 64.
74. *Ibid.*, p. 84.
75. Neal, *Financial Capitalism*, pp. 90, 111 și urm. După cum remarcă Neal, un investitor care a cumpărat acțiuni la Compania Mărilor Sudului la începutul lui 1720 și le-a vândut la sfârșitul anului, fără să țină seama de bula apărută între timp, ar fi realizat totuși un profit anual de 356%.

76. Julian Hoppitt, „The Myths of the South Sea Bubble”, *Transactions of the Royal Historical Society*, 12 (2002), pp. 141-165.
77. Tom Nicholas, „Trouble with a Bubble”, Harvard Business School Case N9-807-146 (28 februarie 2007), p. 1.
78. William L. Silber, *When Washington Shut Down Wall Street: The Great Financial Crisis of 1914 and the Origins of America's Monetary Supremacy* (Princeton, 2006).
79. Niall Ferguson, „Political Risk and the International Bond Market between the 1848 Revolution and the Outbreak of the First World War”, *Economic History Review*, 59, 1 (februarie 2006), pp. 70-112.
80. *New York Times*, 23 octombrie 1929.
81. Nicholas, „Trouble with a Bubble”, p. 4.
82. *Ibid.*, p. 6.
83. Chancellor, *Devil Take the Hindmost*, pp. 199 și urm.
84. Vezi Milton Friedman și Anna J. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960* (Princeton, 1963), pp. 299-419. Capitolul „The Great Contraction” ar trebui să fie o lectură obligatorie pentru toți cei din domeniul finanțelor.
85. *Ibid.*, pp. 309 și urm., n. 9. Oricine va citi această notă de subsol va înțelege de ce Rezervele Federale s-au mișcat atât de repede și de generos pentru a se asigura că JPMorgan a cumpărat Bear Stearns în martie 2007.
86. *Ibid.*, p. 315.
87. *Ibid.*, p. 317.
88. *Ibid.*, p. 396.
89. *Ibid.*, p. 325.
90. *Ibid.*, p. 328.
91. US Department of Commerce Bureau of the Census, *Historical Statistics of the United States Colonial Times to 1970* (Washington, DC, 1975), p. 1019.
92. Barry Eichengreen, *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939* (New York/Oxford, 1992). Vezi și *idem*, „The Origins and Nature of the Great Slump Revisited”, *Economic History Review*, 45, 2 (mai 1992), pp. 213-239.
93. Vezi, de exemplu, Ben S. Bernanke, „The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach”, NBER Working Paper 4814 (august 1994).
94. Hyman P. Minsky, „Introduction: Can «It» Happen Again? A Reprise”, în *idem* (ed.), *Inflation, Recession and Economic Policy* (Brighton, 1982), p. xi.
95. Indicele a scăzut cu 10% sau mai mult chiar în 23 de ani dintre cei 113.
96. Vezi Nicholas Brady, James C. Cotting, Robert G. Kirby, John R. Opel și Howard M. Stein, *Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms, submitted to the President of the United States, the Secretary of the Treasury and the Chairman of the Federal Reserve Board* (Washington, DC, ianuarie 1988). De un interes deosebit pentru istoric este comparația cu anul 1929: vezi anexa VIII, pp. 1-13.
97. James Dale Davidson și William Rees-Mogg, *The Great Reckoning How the World Will Change in the Depression of the 1990's* (Londra, 1991).
98. Pentru versiunea lui Greenspan asupra evenimentelor, vezi Alan Greenspan, *The Age of Turbulence: Adventures in a New World* (New York, 2007), pp. 100-110.
99. Greenspan, *Age of Turbulence*, p. 166.
100. *Ibid.*, p. 167.
101. *Ibid.*, pp. 190-195.
102. *Ibid.*, pp. 200 și urm.
103. Cea mai bună relatare rămâne Bethany McLean și Peter Elkind, *The Smartest Guys in the Room: The Amazing Rise and Scandalous Fall of Enron* (New York, 2003).
104. *Ibid.*, p. 55.
105. Vezi și propria relatare a evenimentelor în Mimi Swartz și Sherron Watkins, *Power Failure: The Inside Story of the Collapse of Enron* (New York, 2003).

## Capitolul 4

## Revenirea riscului

1. Rawle O. King, „Hurricane Katrina : Insurance Losses and National Capacities for Financing Disaster Risks”, Congressional Research Service Report for Congress, 31 ianuarie 2008, tabelul I.
2. Joseph B. Treaster, „A Lawyer Like a Hurricane : Facing Off Against Asbestos, Tobacco and Now Home Insurers”, *New York Times*, 16 martie 2007.
3. Pentru detalii, vezi Richard F. Scruggs, „Hurricane Katrina : Issues and Observations”, American Enterprise Institute-Brookings Judicial Symposium, „Insurance and Risk Allocation in America : Economics, Law and Regulation”, Georgetown Law Center, 20-22 septembrie 2006.
4. Detalii la [http://www.usa.gov/Citizen/Topics/PublicSafety/Hurricane\\_Katrina\\_Recovery.shtml](http://www.usa.gov/Citizen/Topics/PublicSafety/Hurricane_Katrina_Recovery.shtml), <http://katrina.louisiana.gov/index.html> și <http://www.lidi.state.la.us/HurricaneKatrina.htm>.
5. Peter Lattman, „Plaintiffs Lawyer Scruggs is Indicted on Bribery Charges”, *Wall Street Journal*, 29 noiembrie 2007; Ashby Jones și Paulo Prada, „Richard Scruggs Pleads Guilty”, *ibid.*, 15 martie 2008.
6. King, „Hurricane Katrina”, p. 4.
7. Naomi Klein, *The Shock Doctrine : The Rise of Disaster Capitalism* (New York, 2007).
8. <http://www.nhc.noaa.gov/pastdec.shtml>.
9. John Schwartz, „One Billion Dollars Later, New Orleans is Still at Risk”, *New York Times*, 17 august 2007.
10. Michael Lewis, „In Nature's Casino”, *New York Times Magazine*, 26 august 2007.
11. National Safety Council, „What are the Odds of Dying ? ” <http://www.nsc.org/lrs/statinfo/odds.htm>. Pentru o statistică a cancerului, vezi National Cancer Institute, „SEER Cancer Statistics Review, 1975-2004”, tabelul I-17 <http://srab.cancer.gov/devcan/>. Probabilitatea exactă de a muri de cancer în Statele Unite între anii 2002 și 2004 era de 21,29%, cu o marjă de încredere de 95%.
12. Florence Edler de Roover, „Early Examples of Marine Insurance”, *Journal of Economic History*, 5, 2 (noiembrie 1945), pp. 172-200.
13. *Ibid.*, pp. 188 și urm.
14. A.H. John, „The London Assurance Company and the Marine Insurance Market of the Eighteenth Century”, *Economica*, New Series, 25, 98 (mai 1958), p. 130.
15. Paul A. Papayouanou, „Interdependence, Institutions, and the Balance of Power”, *International Security*, 20, 4 (primăvara 1996), p. 55.
16. Roover, „Early Examples of Marine Insurance”, p. 196.
17. M. Greenwood, „The First Life Table”, *Notes and Records of the Royal Society of London*, 1, 2 (octombrie 1938), pp. 70-72.
18. Paragraful anterior i se datorează în mare măsură lui Peter L. Bernstein, *Against the Gods The Remarkable Story of Risk* (New York, 1996).
19. Gregory Clark, *A Farewell to Alms : A Brief Economic History of the World* (Princeton, 2007).
20. Pentru detalii, vezi eseurile din A. Ian Dunlop (ed.), *The Scottish Ministers' Widows' Fund, 1743-1993* (Edinburgh, 1992).
21. Documentele-cheie pot fi găsite în lucrările lui Robert Wallace, National Archives of Scotland : CH/9/17/6-13.
22. G.W. Richmond, „Insurance Tendencies in England”, *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, 161 (mai 1932), p. 183.
23. A.N. Wilson, *A Life of Walter Scott : The Laird of Abbotsford* (Londra : Pimlico, 2002.), pp. 169-171.
24. G. Clayton și W.T. Osborne, „Insurance Companies and the Finance of Industry”, *Oxford Economic Papers*, New Series, 10, 1 (februarie 1958), pp. 84-97.
25. „American Exceptionalism”, *Economist*, 10 august 2006.

26. <http://www.workhouses.org.uk/index.html?StMarylebone/StMarylebone.shtml>.
27. Lothar Gall, *Bismarck: The White Revolutionary*, vol. II: 1879-1898, trad. J.A. Underwood (Londra, 1986), p. 129.
28. H.G. Lay, *Marine Insurance: A Text Book of the History of Marine Insurance, including the Functions of Lloyd's Register of Shipping* (Londra, 1925), p. 137.
29. Richard Sicotte, „Economic Crisis and Political Response: The Political Economy of the Shipping Act of 1916”, *Journal of Economic History*, 59, 4 (decembrie 1999), pp. 861-884.
30. Anonim, „Allocation of Risk between Marine and War Insurer”, *Yale Law Journal*, 51, 4 (februarie 1942), p. 674; C., „War Risks in Marine Insurance”, *Modern Law Review*, 10, 2 (aprilie 1947), pp. 211-214.
31. Alfred T. Lauterbach, „Economic Demobilization in Great Britain after the First World War”, *Political Science Quarterly*, 57, 3 (septembrie 1942), pp. 376-393.
32. Correlli Barnett, *The Audit of War* (Londra, 2001), pp. 31 și urm.
33. Richmond, „Insurance Tendencies”, p. 185.
34. Charles Davison, „The Japanese Earthquake of 1 September”, *Geographical Journal*, 65, 1 (ianuarie 1925), pp. 42 și urm.
35. Yoshimichi Miura, „Insurance Tendencies in Japan”, *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, 161 (mai 1932), pp. 215-219.
36. Herbert H. Gowen, „Living Conditions in Japan”, *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, 122 (noiembrie 1925), p. 163.
37. Kenneth Hewitt, „Place Annihilation: Area Bombing and the Fate of Urban Places”, *Annals of the Association of American Geographers*, 73 (1983), p. 263.
38. Anonim, „War Damage Insurance”, *Yale Law Journal*, 51, 7 (mai 1942), pp. 1160-1161. Acesta a realizat 210 milioane de dolari adunând primele de la 8 milioane de polițe de asigurare și a plătit ca despăgubiri doar o sumă modestă.
39. Kingo Tamai, „Development of Social Security in Japan”, în Misa Izuhara (ed.), *Comparing Social Policies: Exploring New Perspectives in Britain and Japan* (Bristol, 2003), pp. 35-48. Vezi și Gregory J. Kasza, „War and Welfare Policy in Japan”, *Journal of Asian Studies*, 61, 2 (mai 2002), p. 428.
40. Recomandare Council of Social Security System (1950).
41. W. Macmahon Ball, „Reflections on Japan”, *Pacific Affairs*, 21, 1 (martie 1948), pp. 15 și urm.
42. Beatrice G. Reubens, „Social Legislation in Japan”, *Far Eastern Survey*, 18, 23 (16 noiembrie 1949), p. 270.
43. Keith L. Nelson, „The «Warfare State» History of a Concept”, *Pacific Historical Review*, 40, 2 (mai 1971), pp. 138 și urm.
44. Kasza, „War and Welfare Policy”, pp. 418 și urm.
45. *Ibid.*, p. 423.
46. *Ibid.*, p. 424.
47. Nakagawa Yatsuhiko, „Japan, the Welfare Super-Power”, *Journal of Japanese Studies*, 5, 1 (iarna 1979), pp. 5-51.
48. *Ibid.*, p. 21.
49. *Ibid.*, p. 9.
50. *Ibid.*, p. 18.
51. Pentru studii comparative, vezi Gregory J. Kasza, *One World of Welfare: Japan in Comparative Perspective* (Ithaca, 2006), și Neil Gilbert și Ailee Moon, „Analyzing Welfare Effort: An Appraisal of Comparative Methods”, *Journal of Policy Analysis and Management*, 7, 2 (iarna 1988), pp. 326-340.
52. Kasza, *One World of Welfare*, p. 107.
53. Peter H. Lindert, *Growing Public: Social Spending and Economic Growth since the Eighteenth Century* (Cambridge, 2004), vol. I, tabelul I.2.

54. Hiroto Tsukada, *Economic Globalization and the Citizens' Welfare State* (Aldershot/Burlington/Singapore/Sydney, 2002), p. 96.
55. Milton Friedman și Anna J. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960* (Princeton, 1963).
56. Milton Friedman și Rose D. Friedman, *Two Lucky People Memoirs* (Chicago/Londra, 1998), p. 399.
57. *Ibid.*, p. 400.
58. *Ibid.*, p. 593.
59. Patricio Silva, „Technocrats and Politics in Chile : From the Chicago Boys to the CEIPLAN Monks”, *Journal of Latin American Studies*, 23, 2 (mai 1991), pp. 385-410.
60. Bill Jamieson, „25 Years On, Chile Has a Pensions Message for Britain”, *Sunday Business*, 14 decembrie 2006.
61. Rossana Castiglioni, „The Politics of Retrenchment : The Quandaries of Social Protection under Military Rule in Chile, 1973-1990”, *Latin American Politics and Society*, 43, 4 (iarna 2001), pp. 39 și urm.
62. *Ibid.*, p. 55.
63. José Piñera, „Empowering Workers : The Privatization of Social Security in Chile”, *Cato Journal*, 15, 2-3 (toamna/iarna 1995/1996), pp. 155-166.
64. *Ibid.*, p. 40.
65. Teresita Ramos, „Chile : The Latin American Tiger ?”, Harvard Business School Case 9-798-092 (21 martie 1999), p. 6.
66. Laurence J. Kotlikoff, „Pension Reform as the Triumph of Form over Substance”, *Economists' Voice* (ianuarie 2008), pp. 1-5.
67. Armando Barrientos, „Pension Reform and Pension Coverage in Chile : Lessons for Other Countries”, *Bulletin of Latin American Research*, 15, 3 (1996), p. 312.
68. „Destitute No More”, *Economist*, 16 august 2007.
69. Barrientos, „Pension Reform”, pp. 309 și urm. Vezi și Raul Madrid, „The Politics and Economics of Pension Privatization in Latin America”, *Latin American Research Review*, 37, 2 (2002), pp. 159-182.
70. Toate cifrele sunt din 2004, ultimele date comparative din baza de date World Bank's World Development Indicators.
71. Aici le sunt îndatorat lui Laurence J. Kotlikoff și Scott Burns, *The Coming Generational Storm : What You Need to Know about America's Economic Future* (Cambridge, 2005). Vezi și Peter G. Peterson, *Running on Empty How the Democratic and Republican Parties Are Bankrupting Our Future and What Americans Can Do about It* (New York, 2005).
72. Ruth Helman, Craig Copeland și Jack VanDerhei, „Will More of Us Be Working Forever ? The 2006 Retirement Confidence Survey”, Employee Benefit Research Institute Issue Brief, 292 (aprilie 2006).
73. Gene L. Dodaro, Acting Comptroller General of the United States, „Working to Improve Accountability in an Evolving Environment”, discurs din 2008 în fața Maryland Association of CPAs' Government and Not-for-profit Conference (18 aprilie 2008).
74. James Brooke, „A Tough Sell : Japanese Social Security”, *New York Times*, 6 mai 2004.
75. Vezi Mutsuko Takahashi, *The Emergence of Welfare Society in Japan* (Aldershot/Brookfield/Hong Kong/Singapore/Sydney, 1997), pp. 185 și urm. Vezi și Kasza, *One World of Welfare*, pp. 179-182.
76. Alex Kerr, *Dogs and Demons : The Fall of Modern Japan* (Londra, 2001), pp. 261-266.
77. Gavan McCormack, *Client State : Japan in the American Embrace* (Londra, 2007), pp. 45-69.
78. Lisa Haines, „World's Largest Pension Funds Top \$10 Trillion”, *Financial News*, 5 septembrie 2007.
79. „Living Dangerously”, *Economist*, 22 ianuarie 2004.
80. Philip Bobbitt, *Terror and Consent : The Wars for the Twenty-first Century* (New York, 2008), mai ales pp. 98-179.



81. Suleiman abu Gheith, citat în *ibid.*, p. 119.
82. Graham Allison, „Time to Bury a Dangerous Legacy, Part I”, *Yale Global*, 14 martie 2008. Cf. *idem*, *Nuclear Terrorism : The Ultimate Preventable Catastrophe* (Cambridge, MA, 2004).
83. Michael D. Intriligator și Abdullah Toukan, „Terrorism and Weapons of Mass Destruction”, în Peter Kotana, Michael D. Intriligator și John P. Sullivan (eds.), *Countering Terrorism and WMD : Creating a Global Counter-terrorism Network* (New York, 2006), tabelul 4.1A.
84. Vezi IPCC, *Climate Change 2007 : Synthesis Report* (Valencia, 2007).
85. Robert Looney, „Economic Costs to the United States Stemming from the 9/11 Attacks”, *Center for Contemporary Conflict Strategic Insight* (5 august 2002).
86. Robert E. Litan, „Sharing and Reducing the Financial Risks of Future Mega-Catastrophes”, *Brookings Issues in Economic Policy*, 4 (martie 2006).
87. William Hutchings, „Citadel Builds a Diverse Business”, *Financial News*, 3 octombrie 2007.
88. Marcia Vickers, „A Hedge Fund Superstar”, *Fortune*, 3 aprilie 2007.
89. Joseph Santos, „A History of Futures Trading in the United States”, South Dakota University MS, f.d.

### Capitolul 5

## De nădejde precum o casă

1. Philip E. Orbanes, *Monopoly The World's Most Famous Game – And How It Got That Way* (New York, 2006), pp. 10-17.
2. *Ibid.*, p. 50.
3. *Ibid.*, pp. 86 și urm.
4. *Ibid.*, p. 90.
5. Robert J. Shiller, „Understanding Recent Trends in House Prices and Home Ownership”, lucrare prezentată la Federal Reserve Bank of Kansas City's Jackson Hole Conference (august 2007).
6. <http://www.canongate.net/WhoOwnsBritain/DoTheMathsOnLandOwnership>.
7. David Cannadine, *Aspects of Aristocracy Grandeur and Decline in Modern Britain* (New Haven, 1994), p. 170.
8. Pentru aceste statistici îi sunt îndatorat lui Gregory Clark.
9. Frederick B. Heath, „The Grenvilles, in the Nineteenth Century : The Emergence of Commercial Affiliations”, *Huntington Library Quarterly*, 25, 1 (noiembrie 1961), p. 29.
10. Heath, „Grenvilles”, p. 32 și urm.
11. *Ibid.*, p. 35.
12. David Spring și Eileen Spring, „The Fall of the Grenvilles”, *Huntington Library Quarterly*, 19, 2 (februarie 1956), p. 166.
13. *Ibid.*, pp. 177 și urm.
14. Detalii în Spring și Spring, „Fall of the Grenvilles”, pp. 169-174.
15. *Ibid.*, p. 185.
16. Heath, „Grenvilles”, p. 39.
17. Spring și Spring, „Fall of the Grenvilles”, p. 183.
18. Heath, „Grenvilles”, p. 40.
19. *Ibid.*, p. 46.
20. Ben Bernanke, „Housing, Housing Finance, and Monetary Policy”, discurs la Kansas City Federal Reserve Bank's Jackson Hole Conference (31 august 2007).
21. Louis Hyman, „Debtor Nation: How Consumer Credit Built Postwar America”, teză de doctorat nepublicată (Harvard University, 2007), cap. 1.
22. Edward E. Leamer, „Housing and the Business Cycle”, lucrare prezentată la Federal Reserve Bank of Kansas City's Jackson Hole Conference (august 2007).

23. Saronne Rubyan-Ling, „The Detroit Murals of Diego Rivera”, *History Today*, 46, 4 (aprilie 1996), pp. 34-38.
24. Donald Lochbiler, „Battle of the Garden Court”, *Detroit News*, 15 iulie 1997.
25. Hyman, „Debtor Nation”, cap. 2.
26. Thomas J. Sugrue, *The Origins of the Urban Crisis Race and Inequality in Postwar Detroit* (Princeton, 1996), p. 64.
27. *Ibid.*, pp. 38-43.
28. Hyman, „Debtor Nation”, cap. 5.
29. Sugrue, *Origins of the Urban Crisis*, p. 259.
30. Pentru un caz recent în Detroit, vezi Ben Lefebvre, „Justice Dept. Accuses Detroit Bank of Bias in Lending”, *New York Times*, 20 mai 2004.
31. Glen O'Hara, *From Dreams to Disillusionment : Economic and Social Planning in 1960s Britain* (Basingstoke, 2007), cap. 5.
32. Bernanke, „Housing, Housing Finance, and Monetary Policy” Vezi și Roger Loewenstein, „Who Needs the Mortgage-Interest Deduction? ”, *New York Times Magazine*, 5 martie 2006.
33. Nigel Lawson, *The View from No. 11 Memoirs of a Tory Radical* (Londra, 1992), p. 821.
34. *Living in Britain : General Household Survey 2002* (Londra, 2003), p. 30 : <http://www.statistics.gov.uk/cc/nugget.asp?id=821>.
35. Ned Eichler, „Homebuilding in the 1980s: Crisis or Transition? ”, *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, 465 (ianuarie 1983), p. 37.
36. Maureen O'Hara, „Property Rights and the Financial Firm”, *Journal of Law and Economics*, 24 (octombrie 1981), pp. 317-332.
37. Eichler, „Homebuilding”, p. 40. Vezi și Henry N. Pontell și Kitty Calavita, „White-Collar Crime in the Savings and Loan Scandal”, *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, 525 (ianuarie 1993), pp. 31-45; Marcia Millon Cornett și Hassan Tehranian, „An Examination of the Impact of the Garn-St Germain Depository Institutions Act of 1982 on Commercial Banks and Savings and Loans”, *Journal of Finance*, 45, 1 (martie 1990), pp. 95-111.
38. Henry N. Pontell și Kitty Calavita, „The Savings and Loan Industry”, *Crime and Justice*, 18 (1993), p. 211.
39. *Ibid.*, pp. 208 și urm.
40. F. Stevens Redburn, „The Deeper Structure of the Savings and Loans Disaster”, *Political Science and Politics*, 24, 3 (septembrie 1991), p. 439.
41. Pontell și Calavita, „White-Collar Crime”, p. 37.
42. Allen Pusey, „Fast Money and Fraud”, *New York Times*, 23 aprilie 1989.
43. K. Calavita, R. Tillman și H.N. Pontell, „The Savings and Loan Debacle, Financial Crime and the State”, *Annual Review of Sociology*, 23 (1997), p. 23.
44. Pontell și Calavita, „Savings and Loan Industry”, p. 215.
45. Calavita, Tillman și Pontell, „Savings and Loan Debacle”, p. 24.
46. Allen Pusey și Christi Harlan, „Bankers Shared in Profits from I-30 Deals”, *Dallas Morning News*, 29 ianuarie 1986.
47. Allen Pusey și Christi Harlan, „I-30 Real Estate Deals : A «Virtual Money Machine»”, *Dallas Morning News*, 26 ianuarie 1986.
48. Pusey, „Fast Money and Fraud”
49. Pontell și Calavita, „White-Collar Crime”, p. 43. Vezi și Kitty Calavita și Henry N. Pontell, „The State and White-Collar Crime : Saving the Savings and Loan”, *Law Society Review*, 28, 2 (1994), pp. 297-324.
50. La început a dăinuit teama că pierderile pot fi și mai mari. În 1990, General Accounting Office a previzionat costuri de până la 500 de miliarde de dolari. Alții au estimat costuri de un bilion de dolari sau chiar mai mult : Pontell și Calavita, „Savings and Loan Industry”, p. 203.
51. Pentru o vie relateare, vezi Michael Lewis, *Liar's Poker* (Londra, 1989), pp. 78-124.

52. Bernanke, „Housing, Housing Finance, and Monetary Policy”
53. Îi sunt îndatorat lui Josef Barillari pentru sprijinul oferit în cazul acestor calcule. Morris A. Davis, Andreas Lehnert și Robert F. Martin, „The Rent-Price Ratio for the Aggregate Stock of Owner-Occupied Housing”, Working Paper (decembrie 2007).
54. Shiller, „Recent Trends in House Prices”
55. Carmen M. Reinhart și Kenneth S. Rogoff, „Is the 2007 Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison”, Draft Working Paper (14 ianuarie 2008).
56. Mark Whitehouse, „Debt Bomb: Inside the «Subprime» Mortgage Debacle”, *Wall Street Journal*, 30 mai 2007, p. A1.
57. Vezi Kimberly Blanton, „A «Smoking Gun» on Race, Subprime Loans”, *Boston Globe*, 16 martie 2007.
58. „U.S. Housing Bust Fuels Blame Game”, *Wall Street Journal*, 19 martie 2008. Vezi și David Wessel, „Housing Bust Offers Insights”, *Wall Street Journal*, 10 aprilie 2008.
59. Henry Louis Gates Jr., „Forty Acres and a Gap in Wealth”, *New York Times*, 18 noiembrie 2007.
60. Andy Meek, „Frayser Foreclosures Revealed”, *Daily News*, 21 septembrie 2006.
61. <http://www.responsiblelending.org/page.jsp?itemID=32032031>.
62. Credit Suisse, „Foreclosure Trends – A Sobering Reality”, *Fixed Income Research* (23 aprilie 2008).
63. Vezi Prabha Natarajan, „Fannie, Freddie Could Hurt U.S. Credit”, *Wall Street Journal*, 15 aprilie 2008.
64. *Economic Report of the President 2007*, tabelele B-77 și B-76 : <http://www.gpoaccess.gov/eop/>.
65. George Magnus, „Managing Minsky”, UBS research paper, 27 martie 2008.
66. Hernando de Soto, *The Mystery of Capital: Why Capitalism Triumphs in the West and Fails Everywhere Else* (Londra, 2001).
67. *Idem*, „Interview: Land and Freedom”, *New Scientist*, 27 aprilie 2002.
68. *Idem*, *The Other Path* (New York, 1989).
69. Rafael Di Tella, Sebastian Galiani și Ernesto Schargrodsky, „The Formation of Beliefs: Evidence from the Allocation of Land Titles to Squatters”, *Quarterly Journal of Economics*, 122, 1 (februarie 2007), pp. 209-241.
70. „The Mystery of Capital Deepens”, *The Economist*, 26 august 2006.
71. Vezi John Gravois, „The De Soto Delusion”, *Slate*, 29 ianuarie 2005 : <http://state.msn.com/id/2112792/>.
72. Întregul profit este transferat către un fond de reabilitare creat pentru a face față unor situații de urgență, în schimbul unei scutiri de taxă pe venitul corporației.
73. Connie Black, „Millions for Millions”, *New Yorker*, 30 octombrie 2006, pp. 62-73.
74. Shiller, „Recent Trends in House Prices”
75. Edward L. Glaeser și Joseph Gyourko, „Housing Dynamics”, NBER Working Paper 12787 (versiune revăzută, 31 martie 2007).
76. Robert J. Shiller, *The New Financial Order: Risk in the 21st Century* (Princeton, 2003).

## Capitolul 6

### De la Imperiu la Chimerica

1. Dominic Wilson și Roopa Purushothaman, „Dreaming with the BRICs: The Path to 2050”, *Goldman Sachs Global Economics Paper*, 99 (1 octombrie 2003). Vezi și Jim O'Neill, „Building Better Global Economic BRICs”, *Goldman Sachs Global Economics Paper*, 66 (30 noiembrie 2001); Jim O'Neill, Dominic Wilson, Roopa Purushothaman și Anna Stupnyska, „How Solid are the BRICs?”, *Goldman Sachs Global Economics Paper*, 134 (1 decembrie 2005).

2. Dominic Wilson și Anna Stupnytska, „The N-11 More than an Acronym”, *Goldman Sachs Global Economics Paper*, 153 (28 martie 2007).
3. Goldman Sachs Global Economics Group, *BRICs and Beyond* (Londra, 2007), mai ales pp. 45-72, 103-108.
4. Acest punct de vedere e prezentat în Kenneth Pomeranz, *The Great Divergence China, Europe and the Making of the Modern World Economy* (Princeton/Oxford, 2000) [ed.rom. Kenneth Pomeranz, *Marea divergență. China, Europa și nașterea economiei mondiale moderne*, traducere de Gabriela Petrilă și Paul Aneci, Polirom, Iași. 2012 – n.tr.]. Pentru o părere mai sceptică cu privire la poziția Chinei în 1700, vezi, *inter alia*, Angus Maddison, *The World Economy A Millennial Perspective* (Paris, 2001).
5. Calcule făcute pe baza estimărilor produsului intern brut pe cap de locuitor în Maddison, *World Economy*, tabelul B-21.
6. Pomeranz, *Great Divergence*.
7. Printre lucrările recente mai importante pe acest subiect se numără : Eric Jones, *The European Miracle : Environments, Economies and Geopolitics in the History of Europe and Asia* (Cambridge, 1981) ; David S. Landes, *The Wealth and Poverty of Nations : Why Some are So Rich and Some So Poor* (New York, 1998) [ed.rom. David S. Landes, *Avuția și sărăcia națiunilor. De ce unele țări sunt atât de bogate, iar altele atât de sărace*, traducere de Lucia Dos, Polirom, Iași, 2013 – n.tr.]; Joel Mokyr, *The Gifts of Athena : Historical Origins of the Knowledge Economy* (Princeton, 2002) ; Gregory Clark, *A Farewell to Alms A Brief Economic History of the World* (Princeton, 2007).
8. William N. Goetzmann, „Fibonacci and the Financial Revolution”, NBER Working Paper 10352 (martie 2004).
9. William N. Goetzmann, Andrey D. Ukhov și Ning Zhu, „China and the World Financial Markets, 1870-1930 : Modern Lessons from Historical Globalization”, *Economic History Review* (în pregătire).
10. Nicholas Crafts, „Globalisation and Growth in the Twentieth Century”, International Monetary Fund Working Paper, 00/44 (martie 2000). Vezi și Richard E. Baldwin și Philippe Martin, „Two Waves of Globalization : Superficial Similarities, Fundamental Differences”, NBER Working Paper 6904 (ianuarie 1999).
11. Barry R. Chiswick și Timothy J. Hatton, „International Migration and the Integration of Labor Markets”, în Michael D. Bordo, Alan M. Taylor și Jeffrey G. Williamson (eds.), *Globalization in Historical Perspective* (Chicago, 2003), pp. 65-120.
12. Maurice Obstfeld și Alan M. Taylor, „Globalization and Capital Markets”, în Michael D. Bordo, Alan M. Taylor și Jeffrey G. Williamson (eds.), *Globalization in Historical Perspective* (Chicago, 2003), pp. 173 și urm.
13. Clark, *Farewell*, capitolele 13-14.
14. David M. Rowe, „The Tragedy of Liberalism : How Globalization Caused the First World War”, *Security Studies*, 14, 3 (primăvara 2005), pp. 1-41.
15. Vezi, de exemplu, Fareed Zakaria, *The Post-American World* (New York, 2008), și Parag Mehta, *The Second World : Empires and Influence in the New Global Order* (Londra, 2008).
16. Jim Rogers, *A Bull in China : Investing Profitably in the World's Greatest Market* (New York, 2007).
17. Robert Blake, *Jardine Matheson : Traders of the Far East* (Londra, 1999), p. 91. Vezi și Alain Le Pinchon, *China Trade an Empire : Jardine, Matheson & Co., and Origins of British Rule in Hong Kong, 1827-1843* (Oxford/New York, 2006).
18. Rothschild Archive London, RFamFD/13A/1 ; 13BC/1 ; 13C/1 ; 13D/1 ; 13D/1 ; 13D/2 ; 13/E.
19. Henry Lowenfeld, *Investments : An Exact Science* (Londra, 1909), p. 61.
20. John Maynard Keynes, *The Economic Consequences of the Peace* (Londra, 1919), capitolul 1.
21. Maddison, *World Economy*, tabelul 2-26a.

22. Lance E. Davis și R.A. Huttenback, *Mammon and the Pursuit of Empire : The Political Economy of British Imperialism, 1860-1912* (Cambridge, 1988), p. 46.
23. Randal Michie, 'Reversal of Change? The Global Securities Market in the 20th Century', *New Global Studies* (în pregătire).
24. Obstfeld și Taylor, „Globalization” ; Niall Ferguson și Moritz Schularick, „The Empire Effect : The Determinants of Country Risk in the First Age of Globalization, 1880-1913”, *Journal of Economic History*, 66, 2 (iunie 2006). Dar vezi și Michael A. Clemens și Jeffrey Williamson, „Wealth Bias in the First Global Capital Market Boom, 1870-1913”, *Economic Journal*, 114, 2 (2004), pp 304-337.
25. Studiul final e cel al lui Michael Edelstein, *Overseas Investments in the Age of High Imperialism : The United Kingdom, 1850-1914* (New York, 1982).
26. Michael Edelstein, „Imperialism : Cost and Benefit”, în Roderick Floud și Donald McCloskey (eds.), *The Economic History of Britain since 1700*, vol. II (ediția a II-a, Cambridge, 1944), pp. 173-216.
27. John Maynard Keynes, „Foreign Investment and National Advantage”, în Donald Moggridge (ed.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. XIX (Londra, 1981), pp. 275-284.
28. *Idem*, „Advice to Trustee Investors”, în *ibid.*, pp. 202-206.
29. Calcul efectuat după datele lui Irving Stone, *The Global Export of Capital from Great Britain, 1865-1914* (Londra, 1999).
30. Vezi și indicele foarte util al bursei pentru Shanghai Stock Exchange între 1870 și 1940 la <http://icf.som.yale.edu/sse/>.
31. Michale Bordo și Hugh Rockoff, „The Gold Standard as a «Good Housekeeping Seal of Approval””, *Journal of Economic History*, 56, 2 (iunie 1996), pp. 389-428.
32. Marc Flandreau și Frédéric Zumer, *The Making of Global Finance, 1880-1913*, (Paris, 2004).
33. Ferguson și Schularick, „The Empire Effect”, pp. 283-312.
34. Pentru o amplă discuție asupra acestui subiect, vezi Niall Ferguson, „Political Risk and the International Bond Market between the 1848 Revolution and the Outbreak of the First World War”, *Economic History Review*, 59, 1 (februarie 2006), pp. 70-112.
35. Jean de (Ivan) Bloch, *Is War Now Impossible ?*, trad. R.C. Long (Londra, 1899), p. XVII.
36. Norman Angell, *The Great Illusion : A Study of the Relation of Military Power in Nations to their Economic and Social Advantage* (Londra, 1910), p. 31.
37. Citat în James J. Sheehan, *Where Have All the Soldiers Gone ?* (New York : Houghton Mifflin Co., p. 56.
38. O.M.W. Sprague, „The Crisis of 1914 in the United States”, *American Economic Review*, 5, 3 (1915), pp. 505 și urm.
39. Brendan Brown, *Monetary Chaos in Europe The End of an Era* (Londra/New York, 1988), pp. 1-34.
40. John Maynard Keynes, „War and the Financial System”, *Economic Journal*, 24, 95 (1914), pp. 460-486.
41. E. Victor Morgan, *Studies in British Financial Policy, 1914-1925* (Londra, 1952), pp. 3-11.
42. *Ibid.*, p. 27. Vezi și Teresa Seabourne, „The Summer of 1914”, în Forrest Capie și Geoffrey E. Wood (eds.), *Financial Crises and the World Banking System* (Londra, 1986), pp. 78, 88 și urm.
43. Sprague, „Crises of 1914”, p. 532.
44. Morgan , *Studies*, p. 19.
45. Seabourne, „Summer of 1914”, pp. 80 și urm.
46. Vezi, mai recent, William L. Silber, *When Washington Shut Down Wall Street : The Great Financial Crisis of 1914 and the Origins of America's Monetary Supremacy* (Princeton, 2007).
47. Morgan, *Studies*, pp. 12-23.
48. David Kynaston, *The City of London*, vol. III : *Illusions of Gold, 1914-1945* (Londra, 1999), p. 5.

49. Calcule făcute după prețuri citate izolat în *The Times* între august și decembrie 1914.
50. Kynaston, *City of London*, p. 5.
51. Pentru detalii, vezi Niall Ferguson, „Earning from History: Financial Markets and the Approach of World Wars”, *Brookings Papers in Economic Activity* (în curs de apariție).
52. Vezi Lyndon Moore și Jakub Kaluzny, „Regime Change and Debt Default: The Case of Russia, Austro-Hungary, and the Ottoman Empire following World War One”, *Explorations in Economic History*, 42 (2005), pp. 237-258.
53. Maurice Obstfeld și Alan M. Taylor, „The Great Depression as a Watershed: International Capital Mobility over the Long Run”, în Michael D. Bordo, Claudia Goldin și Eugene N. White (eds.), *The Defining Moment: The Great Depression and the American Economy in the Twentieth Century* (Chicago, 1998), pp. 353-402.
54. Rawi Abdelal, *Capital Rules: The Construction of Global Finance* (Cambridge/Londra, 2007), p. 45.
55. *Ibid.*, p. 46.
56. Greg Behrman, *The Most Noble Adventure The Marshall Plan and the Time when America Helped Save Europe* (New York, 2007).
57. Obstfeld și Taylor, „Globalization and Capital Markets”, p. 129.
58. Vezi William Easterly, *The Elusive Quest for Growth: Economists' Adventures and Misadventures in the Tropics* (Cambridge, MA, 2002).
59. Michael Bordo, „The Bretton Woods International Monetary System: A Historical Overview”, în *idem* și Barry Eichengreen (eds.), *A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform* (Chicago/Londra, 1993), pp. 3-98.
60. Christopher S. Chivvis, „Charles de Gaulle, Jacques Rueff and French International Monetary Policy under Bretton Woods”, *Journal of Contemporary History*, 41, 4 (2006), pp. 701-720.
61. Interviu cu Amy Goodman: <http://www.democracynow.org/article.pl?sid=04/11/09/1526251>.
62. John Perkins, *Confessions of an Economic Hit Man* (New York, 2004), p. xi.
63. Joseph E. Stiglitz, *Globalization and Its Discontents* (New York, 2002), pp. 12, 14, 15, 17.
64. Abdelal, *Capital Rules*, pp. 50 și urm., 57-75.
65. Paul Krugman, *The Return of Depression Economics* (Londra, 1999).
66. „The Fund Bites Back”, *The Economist*, 4 iulie 2002.
67. Kenneth Rogoff, „The Sisters at 60”, *The Economist*, 22 iulie 2004. Cf. „Not Even a Cat to Rescue”, *The Economist*, 20 aprilie 2006.
68. Vezi studiul clasic al lui Fritz Stern *Gold and Iron: Bismarck, Bleichröder and the Building of the German Empire* (Harmondsworth, 1987).
69. George Soros, *The Alchemy of Finance: Reading the Mind of the Market* (New York, 1987), pp. 27-30.
70. Robert Slater, *Soros: The Life, Times and Trading Secrets of the World's Greatest Investor* (New York, 1996), pp. 48 și urm.
71. George Soros, *The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crash of 2008 and What It Means* (New York, 2008), p. X.
72. Slater, *Soros*, p. 78.
73. *Ibid.*, pp. 105, 107 și urm.
74. *Ibid.*, p. 172.
75. *Ibid.*, pp. 177, 182, 188.
76. *Ibid.*, p. 10.
77. *Ibid.*, p. 159.
78. Nicholas Dunbar, *Inventing Money The Story of Long-Term Capital Management and the Legends Behind It* (New York, 2000), p. 92.
79. Dunbar, *Inventing Money*, pp. 168-173.
80. André F. Perold, „Long-Term Capital Management, L.P. (A)”, Harvard Business School Case 9-200-007 (5 noiembrie 1999), p. 2.

81. Perold, „Long-Term Capital Management, L.P. (A)”, p. 13.
82. *Ibid.*, p. 16.
83. Pentru o istorie a unei școli de teorie financiară privind eficiența piețelor, vezi Peter Bernstein, *Capital Ideas The Improbable Origins of Modern Wall Street* (New York, 1993).
84. Dunbar, *Inventing Money*, p. 178.
85. Roger Lowenstein, *When Genius Failed : The Rise and Fall of Long-Term Capital Management* (New York, 2000), p. 126.
86. Perold, „Long-Term Capital Management, L.P. (A)”, pp. 11 și urm., 17.
87. Lowenstein, *When Genius Failed*, p. 127.
88. André F. Perold, „Long-Term Capital Management, L.P. (B)”, Harvard Business School Case 9-200-08 (27 octombrie 1999), p. 1.
89. Lowenstein, *When Genius Failed*, pp. 133-138.
90. *Ibid.*, p. 144.
91. Datorez acest punct de vedere lui André Stern, care a fost unul dintre investitorii de la LTCM.
92. Lowenstein, *When Genius Failed*, p. 147.
93. André F. Perold, „Long-Term Capital Management, L.P. (C)”, Harvard Business School Case 9-200-09 (5 noiembrie 1999), pp. 1, 3.
94. *Idem*, „Long-Term Capital Management, L.P. (D)”, Harvard Business School Case 9-200-10 (4 octombrie 2004), p. 1. Cazurile dezbătute de Perold constituie de departe cele mai bune relatări.
95. Lowenstein, *When Genius Failed*, p. 149.
96. „All Bets Are Off : How the Salesmanship and Brainpower Failed at Long-Term Capital”, *Wall Street Journal*, 16 noiembrie 1998.
97. Pentru acest punct de vedere, vezi Peter Bernstein, *Capital Ideas Evolving* (New York, 2007).
98. Donald MacKenzie, „Long-Term Capital Management and the Sociology of Arbitrage”, *Economy and Society*, 32, 3 (august 2003), p. 374.
99. *Ibid.*, *passim*.
100. *Ibid.*, p. 365.
101. Franklin R. Edwards, „Hedge Funds and the Collapse of Long-Term Capital Management”, *Journal of Economic Perspectives*, 13, 2 (primăvara 1999), pp. 192 și urm. Vezi și Stephen J. Brown, William N. Goetzmann și Roger G. Ibbotson, „Offshore Hedge Funds : Survival and Performance, 1989-95”, *Journal of Business*, 72, 1 (ianuarie 1999), pp. 91-117.
102. Harry Markowitz, „New Frontiers of Risk : The 360 Degree Risk Manager for Pensions and Nonprofits”, *The Bank of New York Thought Leadership White Paper* (octombrie 2005), p. 6.
103. „Hedge Podge”, *The Economist*, 16 februarie 2008.
104. „Rolling In It”, *The Economist*, 16 noiembrie 2006.
105. John Kay, „Just Think, the Fees You Could Charge Buffett”, *Financial Times*, 11 martie 2008.
106. Stephanie Baum, „Top 100 Hedge Funds have 75% of Industry Assets”, *Financial News*, 21 mai 2008.
107. Dean P. Foster și H. Peyton Young, „Hedge Fund Wizards”, *Economists' Voice* (februarie 2008), p. 2.
108. Niall Ferguson și Moritz Schularick, „«Chimerica» and Global Asset Markets”, *International Finance* 10, 3 (2007), pp. 215-239.
109. Michael Dooley, David Folkerts-Landau și Peter Garber, „An Essay on the Revived Bretton-Woods System”, NBER Working Paper 9971 (septembrie 2003).
110. Ben Bernanke, „The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit”, Homer Jones Lecture, St Louis, Missouri (15 aprilie 2005).
111. „From Mao to the Mall”, *The Economist*, 16 februarie 2008.
112. Pentru o atitudine critică față de politica recentă a Rezervelor Federale, vezi Paul A. Volcker, „Remarks at a Luncheon of the Economic Club of New York” (8 aprilie 2008). În opinia lui Volcker, Rezervele Federale au întreprins „acțiuni exact la limita puterilor lor legale”

113. Vezi, de exemplu, Jamil Anderlini, „Beijing Looks at Foreign Fields in Plan to Guarantee Food Supplies”, *Financial Times*, 9 mai 2008.
114. Dacă n-ar fi fost Primul Război Mondial, se poate specula că Germania ar fi depășit Marea Britanie în ceea ce privește volumul exportului pe plan mondial în 1926 : Hugh Neuburger și Houston H. Stokes, „The Anglo-German Trade Rivalry, 1887-1913 : A Counterfactual Outcome and Its Implications”, *Social Science History*, 3, 2 (iarna 1979), pp. 187-201.
115. Aaron L. Friedberg, „The Future of U.S.-China Relations : Is Conflict Inevitable ?”, *International Security*, 30, 2 (toamna 2005), pp. 7-45.
116. Durata medie a carierei financiare a actualilor directori generali de la Citigroup, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley și JPMorgan este de exact douăzeci și cinci de ani și șase luni.

### Cuvânt de încheiere: Decăderea banilor

1. Pentru unele intuiții fascinante în ceea ce privește limitele globalizării, vezi Pankaj Ghemawat, *Redefining Global Strategy Crossing Borders in a World Where Differences Still Matter* (Boston, 2007).
2. Frederic Mishkin, Weissman Center Distinguished Lecture, Baruch College, New York (12 octombrie 2006).
3. Larry Neal, „A Shocking View of Economic History”, *Journal of Economic History*, 60, 2 (2000), pp. 317-334.
4. Robert J. Barro și José F. Ursúa, „Macroeconomic Crises since 1870”, *Brookings Papers on Economic Activity* (în curs de apariție). Vezi și Robert J. Barro, „Rare Disasters and Asset Markets in the Twentieth Century”, Harvard University Working Paper (4 decembrie 2005).
5. Nassim Nicholas Taleb, *Foiled by Randomness The Hidden Role of Chance in Life and in the Markets* (ediția a II-a, New York, 2005).
6. *Idem*, *The Black Swan : The Impact of the Highly Improbable* (Londra, 2007).
7. Georges Soros, *The New Paradigm for Financial Markets : The Credit Crash of 2008 and What It Means* (New York, 2008), pp. 91 și urm.
8. Vezi Frank H. Knight, *Risk, Uncertainty and Profit* (Boston, 1921).
9. John Maynard Keynes, „The General Theory of Employment”, *Economic Journal*, 51, 2 (1937), p. 214.
10. Daniel Kahneman și Amos Tversky, „Prospect Theory : An Analysis of Decision under Risk”, *Econometrica*, 47, 2 (martie 1979), p. 273.
11. Eliezer Yudkowsky, „Cognitive Biases Potentially Affecting Judgment of Global Risks”, în Nick Bostrom și Milan Cirkovic (eds.), *Global Catastrophic Risks* (Oxford University Press, 2008), pp. 91-119. Vezi și Michael J. Mauboussin, *More Than You Know : Finding Financial Wisdom in Unconventional Places* (New York/Chichester, 2006).
12. Mark Buchanan, *The Social Atom : Why the Rich Get Richer, Cheaters Get Caught, and Your Neighbor Usually Looks Like You* (New York, 2007), p. 54.
13. Pentru o introducere în subiect, vezi Andrei Shleifer, *Inefficient Markets : An Introduction to Behavioral Finance* (Oxford, 2000). Pentru unele alicații practice, vezi Richard H. Thaler și Cass R. Sunstein, *Nudge : Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness* (New Haven, 2008).
14. Vezi Peter Bernstein, *Capital Ideas Evolving* (New York, 2007).
15. Vezi, de exemplu, James Surowiecki, *The Wisdom of Crowds* (New York, 2005) ; Ian Ayres, *Supercrunchers : How Anything Can Be Predicted* (Londra, 2007).
16. Daniel Gross, „The Forecast for Forecasters is Dismal”, *New York Times*, 4 martie 2007.
17. Lucrare clasică, publicată pentru prima oară în 1841, este *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds* de Charles MacKay (New York, 2003 [1841]).



18. Yudkowsky, „Cognitive Biases”, pp. 110 și urm.
19. Pentru o introducere la lucrarea lui Lo, vezi Bernstein, *Capital Ideas Evolving*, cap. 4. Vezi și John Authers, „Quants Adapting to a Darwinian Analysis”, *Financial Times*, 19 mai 2008.
20. Aspectele următoare sunt extrase parțial din Niall Ferguson și Oliver Wyman, *The Evolution of Financial Services : Making Sense of the Fast, Preparing for the Future* (Londra/New York, 2007).
21. *The Journal of Evolutionary Economics*. Lucrările fundamentale în domeniu sunt A.A. Alchian, „Uncertainty, Evolution and Economic Theory”, *Journal of Political Economy*, 58 (1950), pp. 211-222, and R.R. Nelson și S.G. Winter, *An Evolutionary Theory of Economic Change* (Cambridge, MA, 1982).
22. Thorstein Veblen, „Why is Economics Not an Evolutionary Science? ”, *Quarterly Journal of Economics*, 12 (1898), pp. 373-397.
23. Joseph A. Schumpeter, *Capitalism, Socialism and Democracy* (Londra, 1987 [1943]), pp. 80-84.
24. Paul Ormerod, *Why Most Things Fail : Evolution, Extinction and Economics* (Londra, 2005), pp. 180 și urm.
25. Jonathan Guthrie, „How the Old Corporate Tortoise Wins the Race”, *Financial Times*, 15 februarie 2007.
26. Leslie Hannah, „Marshall’s «Trees» and the Global «Forest» : Were «Giant Redwoods» Different? ”, in N.R. Lamoreaux, D.M.G. Raff și P. Temin (eds.), *Learning by Doing in Markets, Firms and Countries* (Cambridge, MA, 1999), pp. 253-294.
27. Aluzia se referă, bineînțeles, la Richard Dawkins, *The Selfish Gene* (ediția a II-a, Oxford, 1989).
28. Rudolf Hilferding, *Finance Capital : A Study of the Latest Phase of Capitalist Development* (Londra, 2006 [1919]).
29. „Fear and Loathing, and a Hint of Hope”, *The Economist*, 16 februarie 2008.
30. Joseph Schumpeter, *The Theory of Economic Development* (Cambridge, MA, 1934), p. 253.
31. Bertrand Benoit și James Wilson, „German President Complains of Financial Markets «Monster»”, *Financial Times*, 15 mai 2008.



## Lista ilustrațiilor

Între paranteze sunt consemnate sursele. Au fost întreprinse toate eforturile pentru a-i contacta pe toți deținătorii de copyright. La publicarea edițiilor viitoare, editorilor le va fi ușor să corecteze orice eroare sau omisiune semnalate.

### Ilustrații inserate în textul cărții

|   |     |
|---|-----|
| Cerro Rico, la Potosí (Sergio Ballivian)  | 22  |
| Tăbliță de lut din mileniul II î.e.n., Mesopotamia (Trustees of the British Museum)   | 25  |
| Tăbliță de lut (revers) din mileniul II î.e.n., Mesopotamia (Trustees of the British Museum)  | 26  |
| Arestarea lui Gerard Law (Mirrorpix).   | 32  |
| Quentin Massys, <i>Cămătarul și soția sa</i> (1514) (photo RMN)   | 34  |
| Pagină din „registrul secret” al familiei Medici (Archivio di Stato di Firenze)   | 35  |
| Obligațiuni de stat japoneze pe zece ani (Ambasada Japoniei în Marea Britanie)  | 48  |
| Pieter van der Heyden după Pieter Brueghel cel Bătrân, <i>Bătălia pentru bani</i> , după 1570 (Metropolitan Museum of Art).                                 | 50  |
| O obligațiune <i>consol</i> de 5% (iulie 1785) (Hersh L. Stern, Annuity Museum)   | 54  |
| Obligațiune garantată prin bumbac cu cupoane (Michael Vidler).  | 64  |
| Bancnotă confederată de cinci dolari emisă de statul Louisiana (Louisiana State Museum)   | 65  |
| O bancnotă germană de un bilion de mărci din 1923 (Ron Wise)  | 70  |
| Cea mai veche acțiune (1606) (www.oldest-share.com).  | 84  |
| O acțiune emisă de Compagnie des Indes (Bibliothèque Nationale)   | 91  |
| Scenă din rue Quincampoix, 1719 (Historic New Orleans Collection)   | 93  |
| Gravură din <i>Marea scenă a nebuniei</i> (1720) (Historic New Orleans Collection)  | 97  |
| Bernard Picart, <i>Monument închinat posterității</i> (1721) (Harvard Business School)  | 98  |
| Alan Greenspan și Kenneth Lay (PA Images)   | 106 |
| New Orleans după Katrina (Adrian Pennink)   | 112 |
| Alexander Webster predicând la Edinburgh (Dawn Mcquillan)   | 119 |
| Foi de calcul ale fondului inițial Scottish Ministers' Widows (National Archives, Scotland)   | 121 |
| Polița de asigurare de viață a lui sir Walter Scott (Scottish Widows)   | 123 |
| Femei și bărbați într-un azil de săraci (Ramsay Macdonald Papers, National Archives)  | 125 |
| Bărbați luând masa la azilul de săraci St Marylebone (Peter Higginbotham)   | 127 |
| Milton Friedman (University of Chicago)   | 132 |
| Casa Stowe (National Trust)   | 146 |
| Trei generații de aristocrați: primul, al 2-lea și al 3-lea dintre ducii de Buckingham (Stowe House Preservation Trust: Stowe School photographic archives) | 148 |
| Marș al foamei în Detroit (Walter P. Reuther Library)   | 150 |
| Protest sub sloganul „Zdrobiți teroarea poliției lui Ford-Murphy” (Walter P. Reuther Library)   | 151 |

|  |     |
|--|-----|
| <i>O viață minunată</i> (PA Images)                                    | 153 |
| Danny Faulkner și elicopterul său ( <i>Dallas Morning News</i> ).      | 158 |
| William Jardine (Jardine Matheson)                                     | 177 |
| James Matheson (Jardine Matheson).                                     | 178 |
| Jaime Roldós Aguilera din Ecuador și Omar Torrijos din Panamá (Getty). | 189 |
| George Soros (Soros)   | 191 |
| Norman Lamont, ministru de Finanțe (PA Images)                         | 193 |

## Ilustrații din fascicule

1. Pagină din *Liber Abaci* (*Cartea calculelor*) a lui Fibonacci, publicată în 1202 (publicată cu permisiunea Ministero per i Beni e le Attività Culturali, Biblioteca Nazionale Centrale di Firenze, Italia)
2. *Adorația magilor* de Botticelli (Alinari)
3. Nathan Mayer Rothschild (N.M. Rothschild & Sons)
4. Caricatură din revista *Le Rire*, 1898 (Mary Evans Picture Library)
5. Vase de luptă unioniste pe Mississippi (Museum of the Confederacy)
6. Imperiul Olandez (Nationaal Archief – Arhivele Naționale Olandeze)
7. Emanuel de Witte, *Beurs van Amsterdam* (*Bursa din Amsterdam*), 1653 (Rijksmuseum, Amsterdam)
8. Portretul lui John Law (Louisiana State Museum)
9. Hartă a Louisiane (Louisiana State Museum)
10. Louisiana (Louisiana State Museum)
11. Două farfurii olandeze inspirate de Crahul Mississippi
12. Cutremurul din Tokyo-Yokomaha, 1923
13. Richard „Dickie” Scruggs (*New York Times*)
14. Ken Griffin, fondatorul și directorul executiv al fondului de investiții Citadel (Citadel)
15. Dipticul Grenville
16. Fresca lui Diego Rivera de la Garden Court, peretele nordic (Detroit Institute of Arts)
17. Fresca lui Diego Rivera de la Garden Court, peretele sudic (Detroit Institute of Arts)
18. Detaliu din versiunea originală a jocului *Monopoly* (a lui Charles Darrow), cu străzile din Atlantic City
19. Originalul Mr. Monopoly
20. Vechiul oraș Chongqing (fotografie de G.H. Thomas, autorul volumului *An American in China : 1936-1939*)
21. Modernul oraș Chongqing

# Index

Paginile care conțin ilustrații sunt indicate cu caractere *italice*.

## A

- Abassid, califat 27
- abatere întâmplătoare 212
- Abrogarea Legii Cerealelor 146
- absolvenți 12
- Acadiana 92 n. \*
- Acciaiuoli, familie 33
- acciză *vezi* taxe
  - extrateritorialitate 177
- active
  - nevoia diversificării portofoliului 161, 172, 196
  - noi tipuri 213
  - piețe ale 103, 105, 202
- acțiuni (stocuri sau acțiuni ordinare)
  - ca garanție 85
  - întâlniri ale acționarilor 78
  - sistemul lui Law și 91
  - și Primul Război Mondial 183-184
  - transfer 91-92
  - trăsături 78-81, 83
  - vezi* și bursă ; opțiuni
- acțiuni ordinare *vezi* acțiuni
- ADIA 204 n. \*
- Administrația Federală a Locuințelor (FHA) 153-154
- Administrația Lucrărilor Publice 152
- afaceri *vezi* antreprenori ; companii
- Afganistan 12
- Africa
  - ajutor acordat 186
  - China și 205
  - comerț cu aur 23
  - investiții britanice în 179
  - sclavi din 21
- Africa de Est 31, 115
- „Africile din interior” 16
- afro-americani 154-155, 164-165
- agenți de schimb 182
- agenți de schimb valutar și piețe valutare 11
  - și Primul Război Mondial 182
  - timpurii 33, 36-37
- Agencia Federală pentru Situații de Urgență (FEMA) 111
- agenții de rating 167
- agricultură
  - comparație Est-Vest 174
  - contracte forward și futures 140
  - creșterea și scăderea prețurilor 40, 140, 144-147, 175
  - finanțe și 10, 40, 115, 207
  - „îmbunătățiri” 145
  - și migrația 72, 175
  - și riscul 115
- Agtmael, Antoine van 176 n. \*
- Aguilera, Jaime Roldós 188-189
- „ajustare structurală” 187
- ajutor
  - condiții 186
  - pentru țări în curs de dezvoltare 168, 196
  - și microfinanțare 171
  - utilitate limitată 186
- aleatoriu 208
- Algeria 27
- Alianța pentru Locuințe Convenabile din Massachusetts 164
- All State, firmă de asigurări 113-114
- Allende, Salvador 132-134
- Allison, Graham 138
- Al-Qaeda 138
- Alsacia 92
- Amboyne 84, 86
- America Centrală 66
- America de Sud 19-24, 170-171
  - conduce de gaz 78
  - legea proprietății 168-169
  - vezi* și America Latină

## America Latină

- ajutor acordat 186
- crize ale datoriei și deprecieri ale monedei 60, 66, 122 n. \*, 185, 187

Enron și 107

investiții britanice în 179

pensii 135

rate ale sărăciei 135

*vezi și* America de Sud

American Home Mortgage 168

Americi, cucerirea 174

Amsterdam 82, 85, 87

centru financiar 52-53, 60, 82

anarhiști 19

Andersen (Arthur) 108

Andhra Pradesh 171

Angell, Norman 181

Anglia *vezi* Marea Britanie

Angola 9

angrenaj (active vs capital) 196

antidarwiniști 216

antisemitism 31, 61-63

antrax 138

antreprenori

femei 170-171, 201

originea termenului 93

și capital 168

și credite ipotecare 143, 170

și faliment 44

și hiperinflația 70

anuități 52-54, 98

Anvers 39, 52, 60

apărare *vezi* arme

Applegarth, Adam 13

arab

matematică 28

petrol 24, 186

arbitraj 57, 60

arendași *vezi* imobile închiriate ; proprietari de pământ

Argentina 66, 71-75, 168-170

bursă 81

Enron și 107

incapacitate de plată 72, 74-76, 172

inflație 11, 71-76

investiții britanice 179

monede 74

prosperitate în trecut 11, 71-72

argint 20-25, 71-72, 90

și bula Mississippi 94-96

și spaniolii 9, 20-24, 39

aripa dreaptă

și piețe de obligațiuni 61

și statul asistențial 126

aripa stângă 61, 126

*vezi și* Partidul Laburist ; socialiști

aristocrație 61, 144-178

ARM *vezi* credite ipotecare, cu dobândă variabilă

armament *vezi* arme ; inovație tehnologică ; război

arme/industrie de apărare 181, 185, 187, 192

*vezi și* inovație tehnologică

asasini economici 187-190, 194

Asia

ajutor și investiție internațională 175, 179, 186

comerțul european 24, 82, 86

criză asiatică (1997-1998) 173, 176, 189-190, 197, 201-202

dolarul ca monedă de referință 183

economii cu salarii scăzute, producție 75, 222

fonduri suverane de investiții 14, 204

„ghiftuirea cu economii” 203

și criza creditelor 173

Asia de Est 190

*vezi și* Asia

asigurare 110-141, 207

accident 115

bazată pe plăți din încasări curente 116, 118, 130, 134

cea mai asigurată țară (Marea Britanie) 11, 124

companii de asigurări ca investitori 122-124, 145

contracte 116

depozit federal 152-154

deținători de polițe dezavantajați 112-113

evaluarea riscului 116-118

excluderi menționate cu caractere mărunte 112 n. \*

incendii 116

istoric 115-124, 128

obligațiuni pentru situații de catastrofă 140 pentru soldați 122

prime ca proporții din PIB 124

principiu maxim 120

principiul reciprocității 120

proprietate și cauzalitate 111-114

publică/de stat 111-112, 114, 126

războiul și 116, 126, 139

sănătate *vezi* asigurare de sănătate

statul asistențial și 124, 141

și „criza americană” (2007) 215

și triumful economic american 10

și vârsta înaintată 115

transport naval *vezi* asigurare maritimă

viață 116

*vezi și* fonduri de acoperire

asigurare de sănătate 115, 126, 136, 141  
 asigurare maritimă 116-117, 126, 180-181  
 Asociația Federală Ipotecară Națională *vezi* Fannie Mae  
 Asociația Internațională de Dezvoltare *vezi* Banca Mondială  
 Asociația Națională Guvernamentală Ipotecară *vezi* Ginnie Mae  
 atacuri nucleare 138  
 Atahualpa 20-21  
 aur 41, 60, 72, 94, 180-181  
   ca monedă de rezervă internațională 185  
   conchistadori și 20-21  
   creșterea producției 41, 181  
   fonduri de pensii și 80  
   incașii și 20-21  
   în Războaiele Napoleonice 56-58  
   monede 23, 182  
   rezerve 41, 102-103, 182, 185  
   și bula Mississippi 94-96  
   și Marea Depresiune 102-103  
   *vezi și* etalon aur  
 Australasia 39  
 Australia 144, 165  
 Austria/Imperiul Austro-Ungar 61, 143, 181  
   obligațiuni 59, 61, 181, 183  
   prăbușiri ale monedei 71  
   și Primul Război Mondial 68, 181-182  
 autarhie 184  
 automobile 101, 165  
 Autoritatea de Investiții din Kuwait 204 n. \*  
 Avignon 33, 36  
 avuție 24, 144  
 aziluri 124-126

## B

Babilon *vezi* Mesopotamia  
 Baer (Julius), bancă 195  
 Bagdad 23, 110  
 Bagehot, Walter 41  
 Bahamas *vezi* Lyford Cay  
 Bailey, A.H. 124  
 Bailey, David 122 n. \*\*  
 Balducci, Timothy 113-114 n. \*\*  
 Ballantyne, firme 122 n. \*  
 Banca Angliei  
   crearea și dezvoltarea 37, 40-41  
   creditor de ultimă instanță 41  
   departamentele bancare și de emisiuni, separare 40, 183  
   rată a scontului 41  
   rate pe termen scurt 76  
   rezerve 41, 193

rol în compensație 40  
 și bula Mărilor Sudului 98-99  
 și finanțarea războiului 37  
 și Primul Război Mondial 41, 182-183  
 Banca Centrală Europeană 76  
 Banca de Schimburi din Amsterdam (*Wisselbank*) 37, 82, 85, 88, 109  
 Banca Federală de Credit pentru Locuințe, conducerea 154, 159  
 Banca Internațională pentru Reconstrucție și Dezvoltare *vezi* Banca Mondială  
 Banca Japoniei 42  
 Banca Mondială (fosta Bancă Internațională pentru Reconstrucție și Dezvoltare și Asociația Internațională de Dezvoltare) 176 n. \*, 186  
   ca agenți ai SUA 187-188  
   fondare 186  
   împrumuturi și condiții 187-188  
   și Argentina 73, 168  
 Banca Națională a Elveției 42  
 Banca Reglementelor Internaționale 45, 141  
 Banca Rezervelor Federale din New York 101  
 Banca Statelor Unite 102  
 bancnote *vezi* bani de hârtie  
 Bangladesh 168, 171  
 bani  
   ca reprezentare  
     a credinței și încrederii 26-27  
     muncă transformată în marfă 19  
     relație între debitor și creditor 207  
   ca sumă globală a diferitelor forme de pasive asumate de bănci 39  
   ca zeu 58  
   criterii 23-24  
   forța motoare a progresului 207  
   obiecte simbolice folosite ca monedă 25  
   piață 40  
   prejudecăți împotriva 9  
   *vezi și* bani de hârtie ; bani electronici ; monedă  
 bani de hârtie 25-26, 40, 174, 182  
   Banca Angliei, monopol 38, 40  
   și hiperinflația 71  
   și Primul Război Mondial 183  
   *vezi și* dolar, bancnote ; Law, John  
 bani electronici 26, 39  
 bani gheață  
   absența *vezi* bani electronici ; societăți fără bani  
   în mâinile oamenilor 25  
   *nexus* 19  
   *vezi și* bani de hârtie ; monedă  
 bani „virtuali” *vezi* bani electronici  
 Bank of America 213, 215

- Banque de France 42, 60  
 Banque Royale (inițial Banque Générale) 88-90,  
 92, 94, 96, 98, 108  
 Barbon, Nicholas 116  
 Barclays, bancă 41, 204  
 Bardi, familie 33  
 Barings, bancă 40, 58-60, 67, 175, 183  
 și Argentina 74-75, 175  
 Barker, Tyrell 157  
 Barnum, Phineas 44  
 Bas, Dirck 83, 87  
 Basel, acorduri bancare (I și II) 214  
 Batavia 86  
 Bayes, Thomas 118  
 bănci  
 acordări de credit 38  
 active vs depozite 214  
 acțiuni 192  
 adecvarea capitalului 45, 214  
 bănci comerciale 40, 182  
 bănci pentru persoane fizice și comerciale 213  
 biodiversitate în 213  
 butic 213  
 ca parteneriate private 40  
 capital vs active 45, 214  
 cooperatiste 213  
 creșterea creditelor 203  
 culegerea de informații și gestionarea riscului  
 39  
 descentralizare 35  
 direct (telefon și internet) 213  
 falimente  
 în criza creditelor 167, 203, 215  
 Marea Depresiune 101-102, 152  
 panica din anii 1930 214  
 protecție 211, 215  
 garanții de salvare 216  
 internaționale 214 n. \*  
 istoria 11, 29-46, 207  
 America de Nord 39, 42, 101-104, 213  
 Australasia 39  
 Italia 29, 33-37, 39  
 Marea Britanie și Europa de Nord 37,  
 39-42, 213  
 împrumuturi pentru cumpărarea de acțiuni 85  
 mobilizare de capitaluri noi 214  
 naționalizate/în proprietatea statului 167, 204,  
 213  
 noi tipuri 39, 41, 213  
 participare la capital 213  
 private 40, 145, 213  
 propunerile lui Law 88-90  
 rata rezervelor și a depozitelor 37  
 recrutare 12  
 reglementare 40, 214-216  
 retrageri masive de fonduri 13, 38-39, 42  
 satisfacție 12  
 sistem bancar paralel (entități extrabilanțiere)  
 11, 167, 214  
 subcapitalizarea în SUA 42  
 și creditele cu grad mare de risc 13-14, 165,  
 167-168  
 și „criza americană” 214, 216  
 și fondurile de acoperire 201, 213  
 și hiperinflația 70  
 și instrumente financiare derivate extrabursiere  
 141  
 și Primul Război Mondial 182-185  
 și țările exportatoare de petrol 186-187  
 tranzacții interbancare 40, 167, 204  
 bănci/societăți pe acțiuni 38, 41, 78, 82-84, 108,  
 181-182  
 bănci centrale 37, 42, 204  
 independență 76  
 înființare 42  
 monarhi și 90  
 monopoluri asupra emiterii de bancnotă 37-38,  
 40  
 obiective explicite 76  
 și bulele inflaționiste 80, 108  
 și „Lunea Neagră” (1987) 100  
 și creșterea prețului petrolului 187  
 și criza creditelor subprime 14  
 și piețele iraționale 108  
 și războiul 67  
 vezi și Banca Angliei etc.  
 bănci comerciale 41, 182  
 bănci de accept 182-183  
 bănci de depuneri și economii pentru fonduri  
 fiduciare 179  
 bănci de investiții industriale 41  
 bănci de scont 40, 183  
 bănci provinciale 40, 42  
 Bear Stearns 10, 167, 196, 201 n. \*, 204-205,  
 211, 229 n. 85  
 Beijing 174  
 Belgia 41, 72  
 Belmont, August 63  
 Bender, Johann Heinrich 60  
 Benjamin, Judah 63  
 Bentsen, Lloyd 47  
 Berkshire Hathaway 198, 200  
 Berlin 67  
 Bernanke, Ben 25, 203  
 Bernoulli, Daniel 118  
 Bernoulli, Jacob 117



- Bernstein, Peter 208 n. \*
- bilanț contabil 35, 214
- bilete la ordin 25, 38  
    *vezi* și bani de hârtie
- billets d'état* 88-89
- Birmingham & Midland 41
- birocrăție 169, 214
- Biroul de Asigurări al lui Sun 116
- Biroul Federal de Supraveghere a Afacerilor Imobiliare 161, 168
- Bismarck, Otto von 126
- Black, Fisher 194-195
- Black-Scholes, model (cutia neagră) 194-196, 198
- Blackstone 204
- Blain, Spencer H., Jr. 158-159
- Blankfein, Lloyd 9, 25
- Bleichroeder (Arnhold & S.) 191
- blocaj financiar 41, 168, 216
- Bloch, Ivan 181
- Bloomfield, Arthur 185
- Blunt, John 98-99
- BNP Paribas 167
- Bolivia 9, 78, 107, 135, 170-172
- bolșevici 71, 184
- Bonn, Consensul 188
- Borges, Jorge Luis 73
- Börne, Ludwig 58
- Boston 164, 167
- Botticelli, Sandro 33, 36
- Brady, Nicholas 103
- Brailsford, Henry Noel 181
- Brazilia 78, 107, 179  
    *vezi* și BRIC
- Bretton Woods 185-187, 191
- Bretton Woods II 202
- Briand, Aristide 100
- BRIC (Brazilia, Rusia, India, China : Big Rapidly Industrializing Countries – țări cu dezvoltare industrială rapidă) 173, 204
- brokeri 97
- Bronowski, Jacob 10, 217
- bronz 23
- Brueghel, Pieter cel Bătrân 50
- Bruges 36
- Büchi, Hernán 134
- Buckingham, duci de 146-148, 170
- Buenos Aires 72-74, 78, 168-170
- Buffett, Warren 141, 198, 200
- Bula Mării Sudului *vezi* bule inflaționiste
- bule inflaționiste  
    cinci etape ale 13, 79, 94  
    schimbarea 91-92, 101
- istoria 79, 82, 87
- Kaffir (mină de aur) 181
- Mările Sudului 97-99, 116
- Mississippi 82, 91-99
- politică monetară și 104, 108
- presiuni internaționale și 105
- prețul activelor 131, 105, 216
- prețul proprietăților 144, 163-164, 272
- reflexivitatea 192
- superbule 208
- tehnologie (dot.com) 12, 80, 104-105, 173
- vezi* și crize financiare
- Bulgaria 67
- bumbac 63-65
- Bunn, Matthew 138
- bunuri de folosință îndelungată 101
- Bursa Comercială din Chicago 140-141
- Bursa din New York 182
- Bush, George W. 76-77, 106, 186-187 n. \*, 215  
    deficit bugetar și datorie federală 76-77  
    și Enron 106-107  
    și proprietatea asupra locuințelor 164
- Business Week* 80
- C
- Calais 52
- Calancha, Fray Antonio de la 21
- Calea Luminoasă 169
- Cambi, Bernardo 117
- cambii (*cambium per literas*) 34, 40, 57
- cambii comerciale 35
- Cambodgia 170
- Camdessus, Michel 188
- Canada 72, 93, 144, 178-179
- cancer 115
- Canetti, Elias 69
- Cantillon, Richard 92
- Canton *vezi* Guangzhou
- capcane cognitive 209-210
- capital  
    adecvare *vezi* bănci  
    controale 184, 186-187, 190, 202  
    majorare 81, 161  
    export/mobilitate 79, 178-180, 184, 186-188, 202  
    „mort” 169-170  
    piață *vezi* piață de capital  
    primă de risc 81  
    rentabilitate 214
- capital negativ 154
- capital obținut din ipotecarea proprietăților 163
- Capital One 213

- capitalism  
 procese evolutive în 211  
 și acumulare 19  
 și banii 19  
 și compania 78  
 și hiperinflația 70  
 și războiul 181  
 și statul asistențial 131
- capitaluri flotante 68, 101, 185, 187-188, 191
- CAPM *vezi* Modelul de Evaluare a Activelor Financiare
- Capra, Frank 153
- caracterul fungibil al banilor 23
- Caraibe, țări 66, 174
- caritate 124
- Carlyle 204
- Carnegie, Andrew 181
- Carol al II-lea, rege 53
- Carol cel Mare 23, 27
- Carol Temerarul, duce de Burgundia 36
- Carter, Jimmy 157
- Carville, James 47, 76
- case de amanet 43
- case de economii 41, 67, 181  
 britanice 41, 179  
 și obligațiuni 67, 179
- Case-Shiller, indice 161
- Castilia 20, 24  
*vezi și* Spania
- Castlemilk 171
- Castlereagh, lord 57
- Castro, Fidel 132
- Castro, Sergio de 133
- catastrofe *vezi* dezastre
- Cauas, Jorge 133
- Cavallo, Domingo 74-75
- Cayne, James E. 9
- căi ferate 140, 178
- cămătari 16, 27-32, 52, 171-172, 212
- cărbune 145, 174
- CDO *vezi* obligațiuni garantate, cu creanțe
- CDS *vezi* swapuri pe riscul de credit
- cecuri 37
- census (contract) 52
- Centrul pentru Credite Responsabile 166
- cereale 26-27, 140, 145-146
- Cerro Rico 21-22
- certitudine 117  
*vezi și* probabilitate
- Chewco Investments 107
- „chibzuiți” *vezi* Savings & Loan
- Chicago  
 „băieții din Chicago” 133, 135  
 piața la termen în 140-141
- teorii economice 133-135
- Chile 66, 72, 131-135, 178
- „Chimerica” 16, 201-205, 217
- China 27, 59, 96, 128-129, 180, 201-205  
 aur și mătase 86  
 bancnote și emitere de monedă 23, 25, 173  
 bursă 173  
 ca bancher al SUA 11, 16, 173, 202-205  
 căi ferate 178  
 comerț cu bumbac 65  
 constrângeri financiare 174  
 controlul prețurilor 205  
 declin după 1700 174  
 economii 202-203  
 expansiunea prețurilor proprietăților 144  
 exporturi 202-204  
 faliment și incapacitate de plată (1921) 184  
 firme private 201-202  
 industrializare și urbanizare 201-202  
 interdicții la export 205  
 investiții străine în 174-176, 178, 180, 202  
 istorie 173-177  
 liberalizarea economiei 202  
 lupta pentru resurse naturale 205  
 milionari 202  
 ocuparea forței de muncă 202  
 presiuni inflaționiste 173, 205  
 provocări demografice și de mediu 173  
 războaie cu Japonia *vezi* Japonia  
 războaiele opiuului 176-177  
 represiune 133 n. \*  
 revoluția din 1911 180  
 rezerve valutare 202, 204  
 subtilități imperialiste 205  
 și criza valutară (1997-1998) 202  
 și globalizarea 174, 180  
 și perspectivele recesiunii americane 203-204  
 și tehnologia 174  
 venituri 202-203  
 yuan 202, 205  
 zone de dezvoltare industrială 201-202  
*vezi și* BRIC; Hong Kong
- Chongqing 201
- Churchill, sir Winston 126
- Citadel Investment Group 9, 139-141, 200, 214
- Citigroup 9-10, 204, 213
- City Bank din New York 213
- clerici 119-120
- Clinton, Bill 47, 136, 169
- Clive, Robert 86
- Cobbett, William 66-67
- Codul lui Da Vinci 28 n. \*

- coeficient de capitalizare bursieră 80, 100  
 Coen, Jan Pieterszoon 86  
 Columb, Cristofor 20  
 Columbia 19, 66, 81, 107, 135, 142  
 combustibil *vezi* industria energetică  
 comerț liber 186, 205  
     *vezi și* protecționism  
 comerțul cu blănuri 93  
 Comisia pentru Oficializarea Proprietății Neoficiale 170  
 Comisia Valorilor Mobiliare și a Burselor din SUA 192 n. \*  
 Comitetul Federal al Pieței Deschise 104-105  
 Compania Indiilor (Compagnie des Indes) *vezi* Compania Mississippi  
 Compania Indiilor de Est (britanică) 83, 86-87, 94, 97, 99  
 Compania Mississippi (fostă Compania Indiilor, Compagnie des Indes) 90-99, 105, 107-108  
 Compania Occidentului (Compagnie d'Occident) 89-91  
 Compania Olandeză a Indiilor de Est *vezi* VOC  
 Compania Olandeză Unită a Indiilor de Est *vezi* VOC  
 Compania Senegalului 90  
 companii  
     conglomerate 213  
     creare 44, 99  
     extincții 211-212  
     invenție și dezvoltare 78-79  
     noi tipuri 213-214, 216  
     reglementare 99, 216-217  
 companii de utilități 106  
     *vezi și* industria energetică  
 companii tehnologice 80  
 competiție 212  
 „Complexul capitalismului dezastrelor” 114  
 computere 75, 140  
 comunicații, îmbunătățiri 175, 180  
 comuniști 19  
     și banii 19  
     și Marea Depresiune 149-150, 152  
 concentrarea proprietății 212-213  
 conchistadori 9, 21-24, 26, 41  
*condottieri* 50  
 Confederația 62-66  
 conflicte de clasă 150  
 conglomerate 213  
 Constable (Archibald) 122 n. \*  
 Constantinopol 30  
 consum, prăbușire 207  
 contabilitate 34, 36  
 contabilizare la prețul pieței 107  
 contracte extrabursiere *vezi* instrumente financiare derivate  
 contracte futures 139-140, 207  
     ca instrumente financiare derivate 140  
     contracte „la sosire” 140  
     fonduri de pensii și 80  
 contracte la termen 140  
 controlul prețurilor 205  
 conturi curente 38  
 convertibilitate *vezi* monedă  
 cooperative *vezi* bănci  
 cooperative de credit 171  
 Coreea de Nord 19  
 Coreea de Sud 72, 144  
 Coromandel 86  
 Corporația Daunelor de Război 128  
 Corporația de Investiții a Chinei 204 n. \*\*  
 Corporația Federală de Asigurare a Investițiilor de Economii și Împrumuturi (FSLIC) 159  
 Corporația Federală Ipotecară de Credit pentru Locuințe *vezi* Freddie Mac  
 Corpul de Ingineri al Armatei SUA 114  
 corupție 179  
 costul vieții, creșteri 24, 81  
 Countrywide Financial 167  
 „cozi groase” 103, 139  
 Crawford, William 157  
 creaționism 216  
 credit  
     ca total din activele băncilor 39  
     esențial pentru dezvoltare 27, 46  
     împrumut în vederea unor câștiguri viitoare 172  
     origini 26-27  
     rată 101  
     rating 154, 164  
     *vezi și* datorie ; microfinanțare  
 Credit Mobilier 41  
 Crédit Suisse 166  
 creditare *vezi* bănci ; creditori ; datorie ; împrumuturi  
 creditare cu grad mare de risc 13, 162-168, 173, 203-204  
     răspundere pentru 164-165, 167-168, 203-204  
     și debitorii negri și hispanici 164  
 credite ipotecare 13-14, 143, 145, 149, 152-156, 160-161, 170  
     cu dobândă variabilă (ARM) 162, 166  
     cu răspundere limitată 166 n. \*  
     discriminare 153-155  
     executări silite 149, 165-166  
     guvern federal și 152, 160-162, 167-168  
     imobiliare cu dobândă fixă 162, 196

- istorie 13-14, 149, 152-154, 160-161  
 îndatorare 44, 143, 154  
 în Marea Depresiune/New Deal 152, 162  
 securitizare *vezi* securitizare  
 subprime *vezi* creditare cu grad mare de risc  
 și declinurile economice 13, 149  
 și triumful economic al SUA 10  
 creditorii  
   ilegali *vezi* cămătari  
   ostilitate față de 9, 28-32, 45-46  
   vulnerabilitate la incapacitate de plată 30-32, 37  
 Creditul de Război 179, 184  
 creștere (economică) 27, 46, 207  
 creșteri ale prețurilor 24, 67, 145, 173, 186, 205  
 creștini  
   în China 177  
   și banii 9, 23  
   și cămătăria 29, 34, 51-52  
 criza creditelor  
   1914 182  
   2007-2008 *vezi* crize financiare  
 crize *vezi* crize financiare  
 crize financiare 10, 13-15, 46, 100, 103, 207, 214  
   a doua criză a datoriilor din America Latină (anii 1980) 176-177, 187  
   asiatice *vezi* Asia  
   „criza americană”/criza creditelor 13-15, 139, 167, 173, 201 n. \*, 204-205, 210, 214  
   crize de lichiditate 40-41, 182, 210  
   efecte internaționale 173, 205  
   frecvență și impredictibilitatea 10, 17, 201, 205, 207, 210  
   în Primul Război Mondial 182-185  
   Keynes despre 198-199  
   locații probabile 173  
   „Lunea Neagră” (1987) 99, 103-104, 196  
   memoria investitorilor 201, 205  
   prima criză a datoriilor din America Latină (1826-1829) 60, 66, 122 n. \*, 176  
   Savings & Loan 156-160, 195, 211, 213-214, 216  
   și deficitul fiscal 190  
   *vezi* și bule inflaționiste; inflație; Marea Depresiune  
 Croația 9  
 cruciade 23  
 cupon 47-48  
 curbe de distribuție 97-98, 117-118  
 curbe în formă de „clopot” 103, 118, 194  
 cursuri de schimb  
   controlul schimburilor valutare 184  
   fixe 185-186  
   stabilitate 42, 103, 180  
   stabile de piață 187  
   și Primul Război Mondial 182  
   variabile 42, 187, 190  
   *vezi* și Mecanismul European al Ratei de Schimb  
 cutie neagră *vezi* Black-Scholes, model  
 cutremure de pământ 110, 114, 128
- D**
- Dallas 156-158  
 Dante Alighieri 29  
 Darmstädter Bank 41  
 Darrow, Charles 142  
 Darwin, Charles 217  
   procesul darwinist în sistemul financiar 17, 210-218  
 Datini, Francesco 116  
 datorie/datorii  
   caracterul îndoielnic și ostilitatea debitorilor 9, 30-31, 43-44  
   datorie vs venit, bilanț 172  
   închisori ale datornicilor 43-44  
   moratorii 183  
   munte 50  
   origini *vezi* credit  
   securitizare *vezi* securitizare  
   transferabilitate (plată către titular) 27  
 datorii naționale 56, 66, 76-77  
 datorii „tranzate” 11  
 Davis, Jefferson 63  
 Dawkins, Richard 216  
 Dearborn 149  
 debitori hispanici 164  
 deducția greșită a conjuncției 209-210  
 deficite guvernamentale 76-77, 186-188, 190-191  
 deflație 70, 103, 180  
 Defoe, Daniel 92  
 Delane, John 64  
 Delors, Jacques 188  
 democrație a posesorilor de proprietăți 143, 149-155, 164, 168-169, 207  
 democrații *vezi* democrație a posesorilor de proprietăți; guverne reprezentative  
 Departamentul de Dezvoltare Urbană și a Locuințelor (HUD) 164  
 dependență de droguri 177  
 depreciere 162  
 depresiuni 102  
   absente după al Doilea Război Mondial 103-104

- economice 190  
*vezi* și crize financiare ; Marea Depresiune
- Derenberg & Co. 182
- Derry, dr. George H. 152
- de Soto, Hernando 168-171
- Detroit 144, 149-150, 152, 154, 162-167, 170, 172
- deținători ai unui card de credit 15
- Deuteronomul 30
- devalorizări monetare/crize/colapsuri 48, 81, 202  
 Argentina 72-73, 81  
 devalorizarea lirei sterline (1992) 192-193  
 după Primul Război Mondial 71, 185  
 monarhi medievali 186
- Devonshire, duci de 145
- dezastre 12, 110-116, 124, 128, 138-139  
 fonduri de acoperire și 141
- diamante 80
- DiFatta, Joseph 111
- discrezione* 34
- dividende 81, 161
- diviziuni rasiale 150-152, 154-156, 164-165  
*vezi* și antisemitism ; minorități etnice
- Dixon, Don 157
- dobândă  
 calculare 27-28  
 drept compensare a riscului 29  
 origini 27, 51  
 rate *vezi* rate ale dobânzii  
 securitizare 207
- dolar  
 bancnote 25, 45  
 ca valută internațională de rezervă 185-186  
 China și 202, 204-205  
 originea cuvântului 24  
 scăderea valorii 25, 45, 192, 205  
 stabilizări 183
- dot.com, mania 12, 80, 173  
*vezi* și bule inflaționiste
- Douai 52
- Double Eagle 193
- Dow Jones, indicele 12, 80, 103  
 1929 100  
 1987 103-104  
 1995-1997 104-105  
 scăderi 12, 103  
 și 9/11 12
- drept de vot *vezi* reformă electorală
- drept de vot, extindere *vezi* reformă electorală
- drepturi civile 154
- Druckenmiller, Stanley 194
- Dunscombe, Thomas 55
- DuPont 101
- E
- ecarturi 149, 198
- economie în stil sovietic 132
- economii  
 comparații internaționale 201-202  
 cumpărarea de proprietăți 141  
 descurajate de taxe 131  
 ghiftuire 179, 203  
 împotriva unor viitoare surprize 141  
 necesare pentru bănci 41, 46  
 societăți premoderne 115  
*vezi* și case de economii
- economii de scară și de gamă 213
- economiști  
 economie evoluționistă 210-211  
 previziuni economice 210  
 și bursa 81  
 și ființele umane reale 209  
 și Marea Depresiune 102-103  
 teoreticieni de la Chicago și de la Harvard 133-135
- Ecuador 9, 20, 107, 187-189
- Edinburgh 118-119, 172
- educație 130, 136  
 cheltuieli publice 136  
 Japonia 129-130, 136
- Edward al IV-lea, rege 36
- efecte externe 87
- Efes 23
- Egibi, familie 27
- Egipt 65-66, 169, 178-179
- Eilbaum, Roberto 74
- El Alto 170-171
- Eldorado 21
- El Salvador 135, 169
- eliminarea restricțiilor impuse industriei energetice din California 106-107
- Elveția 72, 81, 92
- Emiratele Arabe Unite 204 n. \*
- emisiunea fiduciară de bancnote 40
- emisiuni de urgență de bancnote 183
- Empire Savings and Loan 157-159
- Engels, Friedrich 19
- Enron 105-108, 139
- entități cu scop special (SPE) 107
- entități extrabilanțiere 11, 14, 167, 214
- Erlanger (Emile) & Co. 63, 65
- ERM *vezi* Mecanismul European al Ratei de Schimb
- erori 192, 209-210
- erori euristice 208-209
- etalon aur 42, 45, 179  
 anii interbelici 101-103

Keynes despre 42  
 Marea Britanie și 41-42, 53, 102  
 răspândire 179-180, 182  
 renunțarea SUA la 186  
 și Crahul de pe Wall Street 101  
 și criza din 1914 182  
 și *rentes* 67  
 euro-dolari, depozite 38-39  
 Europa  
   alianțe văzute drept cauze de conflict 184  
   bănci și industrializare 39  
   Bretton Woods și 186  
   investiții britanice în 179  
   împrumuturi guvernamentale 52-53  
   marile puteri și războiul 181, 185  
   obligațiuni guvernamentale 196  
   *vezi și* Europa de Est  
 Europa de Est 73, 187  
 evaluarea opțiunilor *vezi* Black-Scholes, model  
 evoluție, istorie financiară și 17, 40, 210-216  
 evoluții comune 212  
 evrei 60 n. \*, 67  
   creditori 28-30  
   în Veneția 28-31  
   Rothschild *vezi* Rothschild, familie  
   *vezi și* antisemitism  
 executări silite *vezi* credite ipotecare  
 exuberanță irațională *vezi* Greenspan, Alan

## F

fabricație *vezi* industrie  
 „facilități temporare de adjudecare” 10  
 falimente 211  
   guvernul chinez 184  
   în criza americană 43-44, 167, 211  
   în Statele Unite 43-44, 46, 211  
   risc pentru acționari 81  
 fals 65  
 Fannie Mae (Asociația Federală Ipotecară Națională) 14, 154-155, 163-164, 167  
 Fastow, Andrew 107-108  
 Faulkner, Danny 158-159  
 femei  
   ca întreprinzătoare 170-171, 201  
   discriminare 12, 171  
 fereastră de scont 103  
 Fermat Capital 140  
 Fermat, Pierre de 117  
 feudalism 207  
 FHA *vezi* Administrația Federală a Locuințelor  
 Fibonacci (Leonardo da Pisa) 27-29  
 ficțiune 122, 185  
 Filipine 169

finanțare regală 39, 52, 88, 97-98  
 finanțarea și creditarea consumatorului 10, 44, 101, 213  
 finanțe comportamentale 16, 210  
 finanțiști  
   absolvenți și 11-12  
   dezechilibru de gen 12  
   păreri ostile ale 9-10, 16  
 firme *vezi* companii  
 firme de intermediere 182  
 firme proprietate publică 167  
 Fisher, Irving 99  
 Flandra 52  
 Florența 28-29, 33, 49-51, 117  
   dosare fiscale și financiare 36, 50-51  
   în timpul familiei Medici 33-37  
   și obligațiunile 49-51  
 Flores, Betty 170  
 flux transfrontalier de capital *vezi* capital, export  
 FMI *vezi* Fondul Monetar Internațional  
 foamete 114-115  
 Fondul Monetar Internațional (FMI)  
   ca agenți ai Statelor Unite 187-189  
   credite și condiții 187-188  
   fundarea 186  
   opoziție față de 187-190  
   și Argentina 75  
   și criza asiatică (1997-1998) 189-190  
 Fondul Public al Angajaților din California 138  
 fonduri de acoperire (speculative) 9, 11, 139-141, 194-195, 199, 203  
   acoperire activă 194  
   cantitative 195-199  
   explozie 11, 190, 199-201, 203-204  
   fonduri de fonduri 199  
   istorie 11, 140, 210  
   perspectivă asupra 200-201, 214-215  
   schimbare evoluționistă 215 n. \*  
   și brokerii principali 212  
   și creditele cu grad mare de risc 166-167  
 fonduri de pensii 204, 207  
   ca investitori 76, 80, 122, 135, 200  
 fonduri suverane de investiții 14, 204, 213  
 Ford Motor Company 149-150  
 Ford, Edsel 149-150  
 Ford, Henry 44, 149  
 Franța 143, 185  
   bănci 41, 90  
   bursă 97  
   dificultăți financiare în secolul al XVIII-lea 11, 82, 88-98  
   expansiunea prețurilor proprietăților 144  
   falimente guvernamentale 88

- finanțare regală 11, 52, 88, 97-98  
 în timpul lui Napoleon 55-58; *vezi și* Războaiele Napoleonice  
 monedă 90, 97  
 obligațiuni 59, 67-68, 181, 183  
 posesiuni peste hotare și comerț exterior 89, 93; *vezi și* Louisiana  
*rentes* 52, 67, 183  
 Revoluția 82, 97  
 și Primul Război Mondial 67, 69, 183-184  
 și SUA 186-187  
 taxe 53, 90, 93  
 fraudă și proastă administrare  
   bule inflaționiste și 105-108  
   bursă 79, 100  
   fonduri de acoperire 200  
   ostilitate 9  
   Savings and Loan 157-160  
   *vezi și* Enron  
 Freddie Mac (Corporația Federală Ipotecară de Credit pentru Locuințe) 14, 155, 160, 164, 167-168  
 Friedman, Milton 131-133  
   despre inflație 67, 69, 131  
   despre Marea Depresiune 101, 103  
   și Chile 131-132, 135  
   și China 133 n. \*  
   și statul asistențial 131-132  
 FSLIC *vezi* Corporația Federală de Asigurare a Investițiilor de Economii și Împrumuturi  
 FTSE All Share, indice bursier 161  
 Fujimori, Alberto 169  
 „fundarisire” 116  
 fuziuni și achiziții 212, 215
- G
- garantarea depunerilor 42  
 garanție *vezi* acțiuni  
 Garwin, Richard 138  
 Gates, Bill și Melinda 171 n. \*  
 Gates, Henry Louis („Skip”) Jr. 164-165, 170  
 „gene” în sistemul financiar 212  
 General Motors 101  
 Geneva 33  
 Genova 35, 51-52, 60, 88  
 Gent 11  
 geologie, comparată cu istoria financiară 208 n. \*  
 George, Henry 142  
 Germania 60, 92, 136, 143, 178  
   asigurări 117, 124  
   bănci 41  
   costurile reunificării 193  
   exporturi 69, 237 n. 34  
   finanțări regale 53  
   hiperinflație și recesiune economică 67-71, 74, 100, 184  
   investiții în proprietăți și terenuri 143  
   mișcări de unitate națională 62  
   obligațiuni și titluri financiare 181, 184  
   Reichsbank 42  
   reparații 68-69, 100, 184  
   Republica de la Weimar 68-69, 74  
   sistem de asistență socială 126  
   și creditele ipotecare subprime 13  
   și Primul Război Mondial 67, 184-185, 237 n. \*  
   și sistemul financiar britanic 117, 205  
   talerul 24  
 Ghana 169  
 GIC 204 n. \*  
 Ginnie Mae (Asociația Națională Guvernamentală Ipotecară) 155, 150, 167  
 Giovanni Fiorentino 28  
 Gladstone, W.E. 64, 66-67  
 Glasgow 122, 144, 171-172  
   cămătari 16, 31-32, 43, 46, 171  
   nevoia de rețele de creditare 16, 32, 46  
 Glassman, James K. 80  
 globalizare 11, 44, 172, 204  
   definiție 174-175  
   opoziție 187  
   prima eră 174-176, 179-180, 185, 205  
   și conflict 205  
   *vezi și* fonduri suverane de investiții  
 Goebbels, Joseph 56  
 Goldberg, Whoopi 164  
 Goldman Sachs 9-10, 25, 101, 173, 194, 198, 201 n. \*, 215  
 Gordy, Berry 154  
 Gore, Al 76  
   *Un adevăr incomod* 138  
 gospodărie, îndatorare și venit 44, 172, 207  
   *vezi și* finanțarea și creditarea consumatorului  
 Grameen („Satul”), bancă 171  
 Gramm, Phil, senator 106  
 Graunt, John 117  
 Gray, Edwin J. 159  
 Grecia 180  
 Greenspan, Alan  
   despre „exuberanța irațională” 79, 104-105, 172  
   despre piața de obligațiuni 47, 77  
   succese 105  
   și bula tehnologică 104-105  
   și criza creditelor ipotecare 164

și criza din 2008 17  
 și Enron 105-106  
 și „Lunea Neagră” (1987) 104  
 Greenwich, Connecticut 194  
 Griffin, Kenneth C. 9, 139-140, 200, 214  
 Grinspun, Bernardo 73  
 Gross, William 49, 71  
 Gualpa, Diego 21  
 Guangzhou (Canton) 176  
 Guatemala 9, 66  
 Guicciardini, Francesco 36  
 guverne fasciste și totalitariste 143, 152  
 guverne reprezentative 24

## H

Haghani, Victor 195  
 Haiti 168-169  
 Halley, Edmund 117, 120  
 Hamburg 116 n. \*  
 Hamilton, Alexander 25  
 Hammurabi 27  
 Harvard 12, 138  
   jocul cu banii 38  
   teorii economice 133-135  
 Harvey, „Monedă” 61  
 Hassett, Kevin A. 80  
 Hawes, Anna 54, 56  
 Hawkwood, sir John 50  
 hazard moral 157  
 Heine, Heinrich 58, 61  
 Heinz, John Henry 44  
 Heisenberg, Werner 192  
 Heraclit 49  
 Herries, John Charles 57-58  
 Heyden, Pieter van der 49-50  
 Hilferding, Rudolf 212  
 Hilibrand, Larry 195  
 hiperinflație 65, 68-71, 184  
   *vezi și* inflație  
 Hispaniola 20 n. \*  
 Hobbes, Thomas 20  
 Hobson, J.A. 62  
 Home, Alec Douglas-Home, al 14-lea conte de 144  
 Honduras 169  
 Hong Kong 176-177, 180, 201  
 Hostiensis (Enrico) da Susa 51  
 HSBC 167  
 HUD *vezi* Departamentul de Dezvoltare Urbană și a Locuințelor  
 Hufschmid, Hans 195  
 Hussein, Saddam 110

iahturi 10, 201  
 IBM 101  
 imigrație 175  
 imitatori, generare 214  
 imobile închiriate  
   private 142, 149, 155, 170  
   publice *vezi* locuințe construite de consilii locale ; locuințe sociale ; proprietari de pământ  
 imperialism 179, 184, 187, 207  
   *vezi și* imperii ; neoimperialism  
 imperialism liberal 179  
 imperii 179, 187-188, 205  
   *vezi și* imperialism  
 Imperiul Britanic  
   ca narco-stat 176  
   controlul coloniilor 179-180, 187  
   mișcări naționaliste și de independență 179  
   servicii financiare ca bază a 10  
   și investițiile 66, 179  
   și piața de obligațiuni 68  
   *Vezi și* Marea Britanie  
 Imperiul Habsburgic 11, 184  
 Imperiul islamic 23  
 Imperiul Olandez 10, 87, 89  
   *Vezi și* Provinciile Unite ; Țările de Jos  
 Imperiul Otoman 184  
   colaps 184  
   evrei în 30  
   și Veneția 30, 52  
   *vezi și* Turcia  
 incăși 20-21  
 incendiu 116  
 incertitudine 114-115, 208  
   *vezi și* certitudine ; risc  
 index național al prețurilor locuințelor 161  
 India  
   Enron și 108  
   exporturi 65, 170  
   Imperiul Britanic și 175, 180  
   investiție internațională în 108, 175  
   matematică, „metoda indiană” 27  
   microfinanțare în 171  
   prețul proprietăților 144  
   și globalizarea 175  
   textile 86, 175  
   *vezi și* BRIC  
 India de Est, companii 83, 90  
   *vezi și* VOC  
 Indiile de Est 82  
 Indiile de Est olandeze 86  
 Indonezia 190



- industria de construcții 152
  - industria energetică 106-108
    - creșteri de prețuri la combustibil 187, 205
    - dereglementare 106-107
    - vezi și* industria gazului ; petrol
  - industria energiei electrice 106-107
  - industria gazului 78, 106-107
  - industria textilă 86, 175
  - industrie/industrializare 145, 211, 216
    - condiții 173-174
    - finanțare și 9, 39, 41
    - processe evolutive în 211
  - inferență 118
  - inflație
    - cauze politice 69, 72-73
    - definiție 67
    - intrare în 75-76
    - istoric 24, 45, 87 n. \*, 180
    - în Războiul Civil American 65
    - Marea Inflație (anii 1970) 71, 75
    - prețul activelor *vs* preț de consum 105
    - rate 45, 71
    - și bula Mississippi 94-95
    - și burse 87 n. \*
    - și credite ipotecare 156
    - și creșteri ale prețului petrolului 187
    - și masa monetară 67, 131
    - și obligațiunile *vezi* obligațiuni și piețe de obligațiuni
    - și pensiile 76
    - și Primul Război Mondial 67-71, 184
    - și războiul 67-71, 184
    - vezi și* hiperinflație ; stagflație
  - influențe orientale 11, 27-28
  - informații asimetrice 79
  - infracțiune *vezi* fraudă și proastă administrare
  - inovație tehnologică
    - armament 174, 181
    - evoluționistă 211-212
    - istorie 13, 101, 174
    - și inflația 75
    - transferabilitate 175
  - inovații financiare *vezi* sistem financiar
  - insolvență 41, 159
    - vezi și* falimente
  - Institutul Cato 169
  - Institutul pentru Libertate și Democrație 169
  - instrumente financiare derivate 140-141, 213
    - creștere 141, 201, 203
    - „extrabursiere” (OTC) 11, 141, 213
    - pericole 141, 213
    - vezi și* contracte futures ; swapuri
  - Insulele Falkland 73
  - intermediari de valori mobiliare 97
  - internet 104
    - banking 213
    - Enron și 107-108
    - vezi și* dot.com
  - intervale de încredere 117, 209
  - invarianță, eșecul 209
  - investitori
    - ca „turmă electronică” 79, 194
    - privati 79, 101, 145, 178, 181, 207
    - și creditele ipotecare 145, 207
    - și crizele financiare 13, 161, 251
    - volatilitate și erori 12, 16, 192, 208-210
  - investitori instituționali 122
  - investiție
    - fonduri de investiții 101
    - internațională 175-176, 178, 180-184, 186-187, 202
  - Irak 12, 110
  - Irlanda 145, 180
  - Israel 186, 192
  - istorie financiară 13-16, 208 n. \*
  - Italia 10, 143, 178
    - asigurări 116
    - expansiunea prețului proprietăților 144
    - istoria financiară 27-31, 33-37, 67, 76
    - îmbătrânirea populației 76
    - mișcări de unitate națională 62
    - piața de obligațiuni 47, 49-52, 76
    - sistem bancar 10, 37, 39
    - și Banca Centrală Europeană 76
- I
- împrumut *vezi* credit ; datorie
  - împrumuturi
    - condiționate 116
    - forțate 51-52
    - lichiditate 39
    - vezi și* datorie
  - împrumuturi de loterie 52, 82
  - „în afara cazului de capturare sau confiscare” 126
  - încălzirea globală *vezi* schimbări climatice
  - încredere, bani și 27
  - îndatorare 11, 101, 141, 162 n. \*, 203
  - întreprinderi private sponsorizate de stat (GSE) 155, 160
  - întreprinderi proprietate de stat *vezi* fonduri suverane de investiții ; privatizare
- J
- James al II-lea, rege 53

Japonia 42, 47, 86, 128-131, 190, 192  
 asigurări 128-131  
 economie 47, 105, 130, 137, 216  
 îmbătrânirea populației și pensii 130-131, 136-137  
 în al Doilea Război Mondial 128, 180  
 obligațiuni guvernamentale 47-49, 178, 196  
 prețul proprietăților 162  
 războaie cu China 128-129, 180  
 stat asistențial 128-131, 136-137  
 Jardine, Matheson 176-178  
 Jardine, William 176-178  
 Jocul Moșierului 142  
 „Joia Neagră” 99  
 Jones, Alfred Winslow 191 n. \*

## K

k, coeficient marshallian 44 n. \*\*  
 Kaffir (mină de aur), bulă 181  
 Kahn, Herman 130  
 Kahemann, Daniel 209  
 Kast, Miguel 133  
 Katrina (uragan) 110-115, 136, 138-139  
 Kay, John 200  
 Kazahstan 135, 169  
 Keating, Charles 159 n. \*  
 Kenya 171  
 Keynes, John Maynard / keynesianism 42, 70, 100, 178-179, 185, 198  
 despre incertitudine 208  
 despre inflație 70, 75  
 politici keynesiene 73, 190  
 Klein, Naomi 114  
 Knight, Frank 208  
 Kondo, Bunji 129  
 Krugman, Paul 190  
 Kyoto 128

## L

Lackey, judecător 113-114 n. \*\*  
 lamarkian, evoluție 212  
 Lamont, Norman 193  
 lansări de acțiuni 99  
 Lasswell, Harold D. 129  
 Law, Gerard 31-32  
 Law, John 82, 87-99, 105-108, 172  
 absolutism 89-90, 94, 96  
 și banii de hârtie 88-90, 94-95, 106  
 și băncile *vezi* bănci  
 și pensiile 92  
 Lay, Kenneth 106-108  
 „lebede negre” 208  
 le Maire, Isaac 84-85

Leeson, Nick 175  
 lege  
 finanțe și 30, 207  
*vezi* și reglementare  
 Legea Aldrich-Vreeland 183  
 Legea Ann 119  
 Legea Avansului pentru Visul American 164  
 Legea bancară 40-41, 183  
 Legea băncii naționale 42  
 Legea bulelor 99  
 Legea Companiei de Investiții 191 n. \*  
 Legea Egalizării Dobânzilor 186  
 Legea Garanțiilor 191 n. \*  
 Legea privind acțiunile coloniale 179  
 Legea privind împrumuturile coloniale 179  
 Legea Reinvestițiilor Comunitare 155  
 Lehman Brothers 215-216  
 Lelystad 86  
 Lenin, V.I. 152  
 așa-numita afirmație despre devalorizarea monedei 70-71  
 despre rivalități și războaie imperialiste 184  
 și banii 19  
 Lewis, Kenneth D. 9, 215  
*lex mercatoria* 116  
 liberali 61  
 liberalizare  
 comercială 185, 187  
 economică 201  
 piață de capital 188-190  
 Libor 163, 196 n. \*  
 lichiditate 12, 38, 41, 214-215 n. \*, 216  
 crize 41, 182, 210; *vezi* și crize financiare  
 raporturi 45  
 și Primul Război Mondial 181-182, 185  
 Lifan, companie 202  
 Lima 170  
 limbaj sexual 212  
 Lincoln Savings and Loan 159 n. \*  
 Lincoln, Abraham 63  
 lira sterlină 41, 192-193  
*vezi* și etalon aur  
 Liverpool 64  
 Liverpool, lord (prim-ministru) 57  
 Lloyd George, David 126  
 Lloyd's (Londra) 116-117, 126  
 Lloyds, bancă 41, 122  
 Lo, Andrew 210, 215  
 Loaisa, Rodrigo de 21  
 locuințe construite de consilii locale 155  
*vezi* și locuințe sociale  
 locuințe sociale 152, 155  
 London & Westminster, bancă 41

London Assurance Corporation 116-117  
 Londonderry, Thomas Pitt, conte de 94-97  
 Londra

bancă Medici în 33, 36  
 centru financiar 182  
 City 37, 66, 97, 116  
 piață de asigurări 116-117  
 speranța de viață 118

Long Term Capital Management (LTCM) 195-199, 201

Los Angeles 162

Lott, Trent 113

Lou Jiwei 204 n. \*\*

Louisiana 89, 91-93, 111-112

Lowenfeld, Henry 178

LTCM *vezi* Long Term Capital Management

Ludovic al XIV-lea, rege 88, 94

Ludovic al XV-lea, rege 89, 97

Ludovic al XVI-lea, rege 97

Lumea a Treia

împrumuturi și ajutor 186-187  
*vezi* și piețe emergente

„Lunea Neagră”

1929 103

1987 *vezi* crize financiare

Lyford Cay 12

## M

Machiavelli, Niccolò 33

Mack, John 9

Maclaurin, Colin 118, 120, 123

Macmillan, Harold 155

macroeconomie 210, 216

mafia 157

Maharashtra 108

Main (Chas. T.), Inc. 187

Maine 42

Malacca (Melaka) 84, 86

Malaysia 190-191

Maldives 26

Malthus, Thomas 119 n. \*, 207

Manco Capac 21

Manes, Alfred 120

maoiști 169

Marea Britanie

bancnote 25

bănci și industrializare 37, 39-40

bursa 81, 100, 161-162

colonii *vezi* Imperiul Britanic

comerțul cu Indiile de Est 86-87, *vezi* și

Compania Indiilor de Est

comparată cu Franța 89-90

comparată cu Japonia 130-131

contribuția domeniului financiar la PIB 12  
 costul vieții 24

datoria națională 56, 66

deducerea dobânzii ipotecare 155

drepturi de vot 144

economie 130-131

eșec în afaceri 211

finanțări ale Războaielor Napoleoniene 56-58

ignoranță financiară 15

Imperiul Spaniol și 24

industria bumbacului 64-65

inflație 71

investitori instituționali și 122-124

investiții străine 175-180

investiții străine în 53

pensii *vezi mai jos* stat asistențial

politici imobiliare 155-156, 161

prețuri imobiliare și deținere de proprietate  
 14, 142 n. \*, 143-144, 162, 172

Revoluția Glorioasă 53, 87

sărăcia în 16, 31-32

sistem fiscal 53

stat asistențial 124-131, 135

supracapitalizarea 179

și asigurările 11, 124

și creditele ipotecare subprime 13

și Primul Război Mondial 67-68, 182-185

și Războiul Civil American 64

*Vezi* și Imperiul Britanic; țări vorbitoare de  
 limbă engleză; Scoția

Marea Depresiune 10, 42, 100-103, 108, 128,  
 142, 160, 184, 214

și proprietate asupra locuințelor 149-152

*vezi* și șomaj

Marea Inflație *vezi* inflație

Marea Reformă *vezi* reformă electorală

*Marea scenă a nebuliei* 93, 97

Marele Incendiu (1666) 116

„marje” 75

Markowitz, Harry M. 196

Maroc 181

Marshall, Alfred 44 n. \*\*

Marshall, George, general 185 n. \*

Marshall, Planul 185-186

marșuri ale foamei 149-150

Martin, William McChesney Jr. 105

Marx, Groucho 109

Marx, Karl/marxism 19, 132, 134

*Mary Poppins* 12

Marylebone, azil 124-127

masă monetară 44

creștere 24-25, 90

definiții 38

- și războiul 67-68  
 Massys, Quentin 34  
 Masulipatnam 84  
 matematică  
   aplicată în finanțe și asigurări 11, 27-28, 117-118, 194  
   chineză 27  
   istorie 27-28  
   orientală 11, 27  
 materii prime *vezi* resurse  
 Matheson, James 176-178  
 McBirney, Ed 157  
 McCain, John 159 n. \*  
 M2 26, 38  
 Mecanismul European al Ratei de Schimb (ERM) 193  
 Medicare și Medicaid 131, 136-137  
 Medici, Cosimo (secolul al XV-lea) 33, 36  
 Medici, ducele Cosimo de (secolul al XVI-lea) 33, 36  
 Medici, familie 11, 33-37, 43, 45, 51  
   diversificare 34-37  
   *libro segreto* 34-35  
 Medici, Giovanni di Bicci de 33-34  
 Medici, Lorenzo Magnificul 39  
 mediteraneean 23  
 Memphis 43-44, 165-167  
 mercenari 49-50  
 Meriwether, John 195-199  
 Merrill Lynch 9-10, 167, 195, 204, 215-216  
 Merton, Robert 194-197  
 Mesopotamia/Babilon 24-27, 116, 207, 217  
 metale, legătura cu banul 9, 21-26, 37, 39-41, 44  
 Mexic 24, 66, 135, 169, 187  
 Miami 162  
 Michelet, Jules 61  
 microfinanțare 16, 170-172  
 microîntreprinderi 171  
 migrație 175, 184  
 Milano 50  
 milionari 93  
 minorități etnice, oferirea de servicii financiare 9, 28, 30-31, 33  
   *vezi* și diviziuni rasiale  
 minorități religioase 10  
 Minsky, Hyman 103-104  
 MIRAS *vezi* Reducerea la Sursă a Dobânzii Ipotecare  
 mirodenii 82, 84, 86-87  
 Mishkin, Frederic 207  
 Mississippi 61-62, 65  
   *vezi* și bule inflaționiste; Katrina  
 „mișcare aleatorie” 194  
 moarte, cauze 115  
 Modelul de Evaluare a Activelor Financiare (CAPM) 196  
 Mohamad, Mahathir bin 191  
 Moivre, Abraham de 117  
 Molyneux 84  
 monarhi *vezi* finanțare regală  
 monedă  
   convertibilitate 183, 185  
   manipulare 205  
   prima ~ globală (spaniolă) 24  
   probleme de conversie 33, 37  
   reformă  
     Amsterdam 37, 82  
     Argentina 73  
   stabilizări 42, 74-75  
   *vezi* și cursuri de schimb; monedă/emitere de monedă  
 monedă/emitere de monedă 23, 26-27, 33, 36, alternativă 24-25, 27; *vezi* și bani de hârtie; bani electronici; simboluri și tăblițe de lut  
 crize 24  
   devalorizări, crize și deprecieri 24, 53, 82, 89-90, 95, 186; *vezi* și devalorizări monetare  
 monopoluri 86-87, 89-91, 186  
 Monopoly (joc) 142-143  
 Montagu, Lady Mary Wortley 92  
 Moody's 165  
 Moore, Deborah 122 n. \*\*  
 Morgan (J.P.) 9, 198, 205, 240 n. 116  
 Morgan Stanley 9, 204, 215, 240 n. 116  
 mortalitate, statistici 117  
   *vezi* și speranță de viață  
 Motown 154, 163  
 Mozilo, Angelo R. 9  
 M3 38  
 Mullins, David 195  
 mulțimi 20  
 muncă  
   banii-cătușe 9  
   ca unitate de valoare 19-20  
   în agricultură 175  
   în Asia 174  
   mobilitate 17, 168, 175  
   necalificată și semicalificată 17  
   organizată *vezi* sindicate  
   silnică 20-22  
 muncitori *vezi* muncă  
 M1 (masă monetară în sens restrâns) 38  
 mutații (în economie) 211-212  
 M0 (bază monetară sau numerar în circulație) 38

## N

Nairobi 171  
 Nanking, Tratatul de la 176  
 Napoleon Bonaparte 11, 54, 56-58  
 Napoli 60  
 National Provincial Bank 41  
 naționalizare *vezi* bănci  
 naziști 56, 59  
 Neal, Larry 208 n. \*  
 Nearing, Scott 142  
 negri *vezi* afro-americani  
*Negușătorul din Veneția* *vezi* Shakespeare, William  
 nenorociri 114-115  
 neoimperialism 187-190  
 New Deal 152, 160  
 New Orleans 63, 91, *III-II2*, 141, 163  
     *vezi* și Katrina  
 New York 68, 104, 116 n. \*  
 Nicaragua 180  
 Nicolae al II-lea, țar 71 n.\*  
 Nigeria 24, 74, 179  
 NINJA (*No Income, No Job or Assets* – fără venit, fără loc de muncă și fără bunuri) 165  
 nivelul mării 138  
 Nixon, Richard 43, 186  
 Northern Rock 13, 167, 204, 213  
 Norvegia 174  
     prețul proprietăților 144  
     și creditele cu grad mare de risc 13, 165  
 9/11, atacuri 12, 105, 110, 138-139  
 nukak, populație 19-20

## O

Obama, Barack 217  
 obiecte simbolice folosite ca monedă 39  
 obligațiuni garantate  
     cu creanțe (CDO) 13, 16, 160, 165-167, 203  
     ipotecare 160  
 obligațiuni guvernamentale 47-51, 59, 67, 75, 178-181, 196, 207  
 obligațiuni guvernamentale prusace 59-61  
 obligațiuni pentru situații de catastrofă 140-141  
 obligațiuni perpetue 53-54, 56, 58-59, 179-181, 183  
 obligațiuni și piețe de obligațiuni 46-77, 207  
     acces pe scară largă la 67-68  
     beneficii 10, 207  
     boom 201, 203  
     companii de asigurare de obligațiuni 210, 214  
     companii de asigurări și 124  
     comparate cu bursele 81

comparate cu credite ipotecare (marjă) 149  
 credite ipotecare agregate *vezi* securitizare  
 critici ale radicalilor de stânga și de dreapta 61  
 crize și incapacități de plată 51-52, 65-67, 72, 74-76, 81  
 definiții 47-49, 52-54  
 garantate prin bumbac 63-65  
 garanții pentru 63-65  
 guvernamentale *vezi* obligațiuni guvernamentale  
 importanța și forța 52-53, 62, 207  
 inflația și 70-71, 75-76  
 istorie 47-48, 50-54, 56-60  
 lichiditate 51, 53  
 obligațiuni de pe piețe emergente *vezi* piețe emergente  
 obligațiuni permanente 53  
 rate ale dobânzii 48-49, 52, 203  
 războiul și 49-58, 62-66, 68-71, 73  
 Rothschilds și 56-62  
 și casele de economii 76  
 și pensiile 48-49, 76, 80  
 și Primul Război Mondial 181, 183-184  
 și ratele dobânzii la credite ipotecare 49  
 și taxele 49, 66  
 valoare nominală (paritate) 52-53  
 viitorul 75  
 vulnerabilitatea 66-67, 81  
 ocupanți ilegal 169-170  
 oferte publice inițiale 101  
 Olanda *vezi* Imperiul Olandez ; Provinciile Unite ; Țările de Jos  
 operațiuni de piață deschisă 101, 103  
 opiu 176-178  
 opțiuni/contracte pe opțiuni 94, 141, 194-195, 207  
     *vezi* și opțiuni de cumpărare ; opțiuni de vânzare  
 opțiuni de cumpărare 16, 140  
 opțiuni de vânzare 16, 105, 140  
 orașe de cocioabe 168  
 orașe-fantomă 111  
 Organizația pentru Cooperare și Dezvoltare Economică (OCDE) 144, 188  
 Orientul Mijlociu 86, 183, 187  
     fonduri suverane de investiții 14, 204  
     război în 12, 187  
 Orléans, duce de (regent) 89-91, 95-96  
 outsiders 101  
 Overend, Guernsey & Company, bancă 41  
 Overstone, baron 41  
*O viață minunată* 153, 161

## P

- Pacific, insule 86  
 Pacific Investment Management Company (PIMCO) 49, 71  
 Padova 50  
 Palmer, J. Horsley 40  
 Palmerston, viconte 176  
 Panamá 187-189  
 papalitate 33, 50  
 Paris 57  
     Consensus 188  
     rue Quincampoix 92-93, 97-98  
 Parker Brothers 142-143  
 parlamente 53, 144  
 parteneriat/firmă cu capital privat 11, 14, 203-204, 213  
 parteneriate 34-35, 78  
 Partidul Conservator  
     Fondul Consolidat 53  
     politici imobiliare 155  
     și statul asistențial 131  
 Partidul Laburist 181  
 Partidul Liberal 126  
 Partidul Republican 106  
 Pascal, Blaise 117  
 401 (k), planuri 15  
 Patterson, Lynne 171  
 Paulson, Henry M., Jr. („Hank”) 17  
 Paulson, John 200  
*pecunia* 23  
 Peel, sir Robert 40, 146  
 Pelham, sir Henry 53  
 pensii (vârsta înaintată)  
     achiziționarea de proprietăți și 141  
     Chile 133-135  
     istorie 92, 126, 136-138  
     îmbătrânirea populației 76, 136-138  
     Japonia 129-131, 137-138  
     *vezi* și fonduri de pensii ; obligațiuni și piețe de obligațiuni  
 Penso de la Vega, Joseph 87  
 Perkins, John 187-188, 190  
 Perón, Juan Domingo, general 72  
 Persia 24, 27  
 Perú 20-21, 66, 81, 107, 135, 169-170  
 Peruzzi, familie 33  
 petrodolari 187  
 petrol 24, 186-187, 192, 201  
 Philadelphia 122, 142  
 Phillips, Elizabeth („Lizzie”) 142  
 Phoenix 162  
 piața de obligațiuni europene 187  
 piața pentru formulare bancare 167  
 piața vinului 12, 201  
 piață de capital  
     liberalizare 188  
     pretinse îmbunătățiri 12  
 piață reemergentă 176  
 Picart, Bernard 98  
 piei de verighetă 23  
 „piese de opt” 24  
 piețe ale operelor de artă 12  
 piețe bursiere și burse de valori  
     bule inflaționiste 79-81, 97  
     burse de valori 10-11, 52, 84-85, 182-183  
     burse străine 178-179  
     ca disciplină impusă companiilor 78  
     capitalizarea totală mondială 11  
     Chile 135  
     companii de asigurări și 122-124  
     comparate cu piața imobiliară 161-162  
     comparate cu piețele de obligațiuni 81  
     comparații internaționale 81  
     fraudă 79  
     indici 103  
     istoric 10-12, 52, 79-81, 84-85, 201, 207  
     închidere 182-183  
     piață la termen/forward 85  
     prăbușiri 79, 99-104, 108-109  
     profituri 207  
     război și 81, 87, 105  
     speculanți 79  
     și acordarea de credite 85  
     și inflația 80  
     și pensiile *vezi* fonduri de pensii  
     și Primul Război Mondial 181-182  
     vânzare automată 104  
     volatilitate și riscuri 12, 16, 79, 81, 87, 100, 105, 108-109, 195-199  
 piețe de credit  
     criză (2007) 167, 173, 214  
     începuturi 30  
 piețe emergente/țări în curs de dezvoltare 11, 16-17, 168-173, 175, 185-186, 197, 202-203, 217  
     obligațiuni de pe piețe emergente 12, 75, 198  
     n. \*  
     *vezi* și sărăcie și țări sărace  
 piețe internaționale 187  
 piețe și prețuri ale bunurilor de larg consum 140  
     creștere bruscă (anii 2000) 12, 201, 205  
     și războiul 182, 205  
 Piñera, José 133-135  
 Pingala 28 n. \*  
 Pinochet, Augusto 132-135

- piper 28, 86  
 Pisa 27-28, 33, 49-50  
 Pius al II-lea, papă 36  
 Pizarro, Francisco 20-21, 23  
 „plan inteligent” în evoluția financiară 40, 216  
 planificare centralizată 20, 201, 207  
 politică monetară  
     și criza creditelor ipotecare 164, 205  
     și obiective interne 186  
     și scăderea prețurilor activelor 102, 104-105  
     transformare 75-76  
 politici de ocupare a forței de muncă 186  
     *vezi și șomaj*  
 politicieni 15, 137-138, 216  
 Polonia 71  
 Pope, Alexander 99  
 Popper, Karl 192  
 Portinari, Tommaso 36  
 Portugalia 56  
     explorare și comerțul cu Indiile de Est 82-84, 86  
     și evreii 30  
 porturile tratatului 177, 180  
 „postamericană”, epoca 10, 175  
 Potosí 21-24, 39, 45  
 poziții lungi 192  
 poziții scurte 192  
 practici manageriale, revoluție 101  
 prăbușiri *vezi* crize financiare  
 prejudecăți în privința casei 172, 186  
 Preobrajenski, Evgeni 71  
*prestanze și prestiti* 51  
 prețuri imobiliare *vezi* proprietate/proprietăți imobiliare  
 prețuri la alimente 24, 145, 173, 205  
     *vezi și cereale*  
 prețuri la grâu *vezi* cereale  
 previziune *vezi* economiști  
 Prince, Charles O. 9  
 Princip, Gavril 181-182  
 principii actuariale 117-118, 120-121, 123  
 privatizare 76, 107, 133, 213  
 Pro Mujer 170-171  
 proastă administrare *vezi* fraudă  
 probabilitate 117-118, 123-124, 208-210  
 probleme ale populației 119 n. \*, 207  
     *Vezi și* pensii, îmbătrânirea populației  
 probleme de mediu 138-139, 173  
     *vezi și* dezastre; schimbări climatice  
 Procter & Gamble 101  
 productivitate 131  
 produsul intern brut  
     date internaționale 131, 173-174, 207  
     sectoare financiare și 9, 122  
 proprietari de pământ, păreri negative despre 142, 153, 155  
 proprietate/proprietăți imobiliare  
     acces la proprietate 142 n. \*, 154-156, 164-165, 168-170, 207  
     blocaj financiar 167, 216  
     comparație cu bursa 161-162  
     creșteri și scăderi de prețuri 13, 144, 156, 162-163, 166-168, 172  
     dezvoltatori 170, 201  
     indice de preț 161-162  
     investiție în 80, 145, 161-166, 172  
     investiții nesigure 141, 145, 167-168, 170, 172  
     lege 168-170, 179  
     pasiunea țărilor vorbitoare de limba engleză pentru 11-12, 142-144, 163  
     proprietate asupra locuinței  
         Marea Britanie 142 n. \*, 147, 155-156  
         SUA 149, 154-155, 163-164, 166  
     stabilirea proprietății/titlului 168-170  
     și puterea politică 144, 155, 170, 172  
     variații regionale ale prețurilor 143-144 n. \*  
 proprietăți imobiliare *vezi* proprietate  
 protecționism 100, 184  
     *vezi și* comerț liber  
 Provinciile Unite  
     monede în 37  
     piața de obligațiuni 53  
     puterea 11, 52-53  
     *rentiers* în 53  
     rivalitate între provincii 84  
     și bula Mississippi 97  
     și Compania Indiilor de Est *vezi* VOC  
     *vezi și* Țările de Jos  
 Pückler-Muskau, prinț 61  
 Putin, Vladimir 169
- Q
- Quantum, fond 193-194  
 „quanți” 195-198  
 Quilmes 168-170
- R
- Rachman, Peter 155  
 Rand Corporation 196  
 Ranieri, Lewis 160  
 raportare, presiuni 214  
 Raportul Beveridge 128  
 raportul de aur 28  
 rata interbancară de la Londra (Libor) 163, 196 n. \*

- rată a rezervelor 37  
 rate ale dobânzii  
     China și 202  
     exorbitante 30-32, 172  
     fixată de piață 187  
     scădere 31, 203  
     swapuri 11, 140-141, 196  
     și deținerea de proprietate 156, 165  
     și hiperinflația 70  
 rating AAA, valori mobiliare de clasă investițională 165, 167  
 răspundere 166 n. \*, 183  
     limitată *vezi* societăți cu răspundere limitată nelimitată 116  
 Războaie Balcanice 181  
 Războaiele Napoleoniene 56-59, 62, 117, 144, 183  
 război  
     condiții pentru 184-185, 205  
     finanțare 9, 24, 37, 55, 89, 184  
     globalizare și 205  
     obligațiuni de război 68  
     probabilități 114, 181, 184-185  
     produce „falimentul națiunilor” 181  
     și asigurarea *vezi* asigurare  
     și banii 9  
     și comerțul 86  
     și inflația *vezi* inflație  
     și piețele și prețurile bunurilor de larg consum 182, 205  
     și schimbare industrială 211  
     și sistemul capitalist 181  
     și statul asistențial 126-131  
     *vezi și* obligațiuni și piețe de obligațiuni  
 Război Civil, american 62-66, 140  
 Război Mondial, al Doilea 143, 185-186  
     ajutorul american după ~ 185-186  
     raportări 214  
     sistemul financiar de după război 185-186  
     și asigurările sociale 126-127  
 Război Mondial, Primul 126-127  
     ca reacție împotriva globalizării 175  
     consecințe 67-70, 117, 183-185  
     deceniile premergătoare 180-185  
     și piețe financiare 99, 181-184  
 războiul arabo-israelian 186  
 Războiul din Vietnam 186 n. \*  
 Războiul Peninsular  
 RCA 101  
 Reagan, Ronald 155, 157  
     reformă ale sistemului de asigurări sociale 136  
     și liberalizarea contului de capital 188  
     și S&L 157  
 recesiuni 69, 103  
     perspective 13, 203-205  
 reclame de promovare 122  
*redlining* (discriminare financiară) 154-155  
 redresare economică 168, 186  
 Reducerea la Sursă a Dobânzii Ipotecare (MIRAS) 156  
 reduceri de salarii 100  
 Rees-Mogg, lord 104  
 reflație 90  
 reflexivitate 192, 194  
 reformă electorală  
     în Europa 67  
     în Marea Britanie 67, 126, 144, 146-147  
     *vezi și* democrație a posesorilor de proprietăți  
 reformă politică *vezi* reformă electorală  
 Regatul Unit *vezi* Marea Britanie  
 reglementare/organe de reglementare 40, 154, 157, 160, 216  
     dereglementare 106-107  
     și schimbarea 215  
 Reglementarea Q 154, 156  
 Reichsmark, colaps 67-70  
 Renaissance (companie) 200  
 Renaștere 10  
 Renda, Mario 157  
 rente viagere 52  
*rentes/rentiers* 52-54, 67, 70, 75, 98-99  
 reparații *vezi* Germania  
 represiune (politică) 133  
 Republica Olandeză *vezi* Provinciile Unite  
 Resolution Trust Corporation 159  
 resurse  
     alocare 207  
     ca „blesteme” 24  
     con competiție pentru 205, 212  
     *vezi și* piețe și prețuri ale bunurilor de larg consum  
 resurse naturale *vezi* resurse  
 retrageri masive din bancă *vezi* bănci  
 Revlon 101  
 Revoluția Franceză *vezi* Franța  
 revoluția industrială 39, 174-175  
 „revoluția prețurilor” 24, 45  
 revoluționari 9  
 Rhodesia de Sud 179  
 Richelieu, cardinal 61  
 risc  
     aversiune și căutare 209-210  
     distribuție optimă 12-13, 214  
     gestionare 110, 207  
     încurajat de garanții ale statului 216  
     posibilitate de calcul 208-209



- statul asistențial și 126, 130-131  
*vezi* și incertitudine ; volatilitate  
 „risc de capăt” 140, 209  
 riscuri de contrapartidă 167, 200-201  
 Risk Management Solutions 114  
 Rivera, Diego 150-152  
 RMBS *vezi* titluri garantate cu ipotecă imobiliară  
 Robespierre, Maximilien 61  
 Rockefeller Center 152  
 Rockefeller, John D., Jr. 152  
 Rodriga, Daniel 30  
 Rogers, Jim 176  
 Rogoff, Kenneth 190  
 Roma  
     antică 23, 27  
     bancă Medici în 33, 35  
 Romanov, imperiu *vezi* Rusia  
 România 30, 67  
 Roosevelt, Franklin D. 100, 102, 152  
 Rosario 74  
 Rostow, Walt 186  
 Rothschild, al 3-lea baron 45  
 Rothschild, al 4-lea baron 55  
 Rothschild, Amschel 57-58  
 Rothschild, Carl 57-58  
 Rothschild, familie și firmă 55-60, 67  
     mituri despre 58-59  
     origine evreiască 58, 60-61  
     putere politică 58, 60 n. \*, 61-62  
     și Argentina 74, 178  
     și Războiul Civil american 62-63, 65-66  
     și SUA 61  
 Rothschild, James 57-58, 63  
 Rothschild, Lionel de 63  
 Rothschild, Mayer Amschel 60-61  
 Rothschild, Nathan Mayer 11, 54-60  
 Rothschild, primul baron (Nathan) 74  
 Rothschild, Salomon 57-58  
 Rothschild, Salomon de 63  
 Rothschild, sir Evelyn de 55  
 Royal Exchange 182  
 Rueff, Jacques 187  
 Rumsfeld, Donald 110  
 Rusia/URSS  
     convertibilitatea monedei 183  
     creșterea prețului proprietăților 144  
     evreii în 59  
     iminenta prăbușire a blocului comunist 187  
     Imperiul Rus/al Romanovilor 181, 184  
     incapacitate de plată (1998) 75, 105, 197, 199  
     neafectată de Marea Depresiune 100  
     obligațiuni 59, 61, 181, 183-184, 197  
     petrolul ca „blestem al resurselor” 24  
     regim bolșevic 71, 184  
     și Primul Război Mondial și consecințe 67, 71, 182-184, 199  
     *vezi* și BRIC  
 Ryan, Anthony W. 17
- S
- S&L *vezi* Savings & Loan  
 S&P *vezi* Standard and Poor's  
 Saint-Simon, duce de 89  
 Salomon Smith Barney (fostă Salomon Brothers)  
     160, 195, 197  
 San Diego 162  
 San Francisco 110, 124  
 sanscrită, matematică 28 n. \*  
 Santiago (Chile) 135, 184  
 Santo Tomás, Domingo de 21  
 Sassetti, Francesco 36  
 Saving, Thomas R. 137  
 Savings & Loan (S&L), asociații („chibzuiții”)  
     153-160, 195, 211, 213, 217  
     cadru de reglementare 156-157, 159, 217  
 Savoia, Victor Amedeu al II-lea, duce de 88  
 Savonarola, Girolamo 36  
 sărăcie și țări sărace  
     cauze 9, 16, 46  
     cămătari și 16, 31-32  
     lipsa instituțiilor financiare și a creditării 16, 46, 171  
     proprietăți imobiliare ocupate de 168  
     și deținerea de proprietate 164-165, 168-170  
     și investiții internaționale 175, 178-179, 186  
     și microfinanțare 171-172  
     venituri 9  
     *vezi* și ajutor ; aziluri ; piețe emergente ; venituri  
 schimbări climatice 17, 110, 138-139, 216  
 Scholes, Myron 194-199  
 Schumpeter, Joseph 211, 216  
 Schwartz, Anna 101, 103  
 sclavie  
     comerțul cu sclavi 23  
     familia Rothschild și 63  
     și proprietatea asupra locuințelor 164  
 scoici 26  
 scop, aspecte 209, 212  
 Scott, sir Walter 122-123  
 Scottish Ministers' Widows, fond 121-123  
 Scottish Widows 110, 122, 124  
 Scoția 115, 118-124  
     *vezi* și Glasgow

- scris, prima folosire 24  
 Scruggs, Richard F. („Dickie”) 112-114, 124  
*securitas* 116  
 securitizare 11, 46, 160, 207  
     a datoriilor 14, 107  
     asiguratori privați de obligațiuni și 160  
     guvern federal și 160, 167-168  
     pericole 161, 165  
 segregare 154-155  
 selecție naturală și a pieței 212, 216  
 Self, Beanie 165  
 Serbia 9, 181  
 servicii bancare transatlantice 40  
 servicii civile 53  
 servicii financiare pentru întreprinderi 10  
 servicii financiare specializate 213  
 servicii financiare *vezi* sistem financiar  
 Serviciul Național Medical *vezi* Marea Britanie, stat asistențial  
 Shakespeare, William, *Negușătorul din Veneția* 28-29, 31, 116  
 Shanghai 177, 184, 201  
 Sharpe, William 196  
 Shaw-Stewart, Patrick 183  
 Shettleston 31-32  
 Shiller, Robert 172  
 shuar, populație 20  
 Shylock 28-31, 33, 61, 116  
 Siena 49  
 Silicon Valley *vezi* dot.com  
 simboluri și tăblițe de lut 24-27  
 Simons, James 200  
 sindicate  
     Argentina 73, 75  
     creșterea și declinul puterii 76, 100, 131  
     și productivitatea 131  
 Singapore 204 n. \*  
 Siria 9  
 sistem bancar cu rezerve fracționare 37-38  
 sistem bancar paralel *vezi* bănci  
 sistem financiar  
     beneficii ale 10-11, 207  
     extincții și distrugeri evoluționiste în 17, 39-40, 43-44, 167, 211-214, 216  
     ignoranța 192, 199  
     inovații 10, 12, 39, 181, 185, 207, 212-213  
     instabilitate 192, 207-216  
     integrarea unor piețe financiare 17  
     „monstru” sau oglindă a umanității 218  
     „plan inteligent” în 40, 216  
     scenariul „amplei extincții” 17  
     servicii financiare 213, 216-217  
     teorii absolutiste 89  
     *vezi și* reglementare  
     sistem zecimal 28  
     sisteme adaptative, piețele ca 211  
     sisteme numerice 27-28  
 Sistemul Rezervelor Federale  
     creșteri ale ratelor pe termen scurt 76  
     critici ale 101-102, 239 n. 112  
     fondarea 42  
     presupusa influență a lui Rothschilds 59  
     rata țintă 14, 104  
     și Crahul de pe Wall Street/Marea Depresiune 101-103, 131  
     și creditele ipotecare 164  
     și euforia anilor 1990 104-105, 108  
     și „Lunea Neagră” (1987) 103-104  
     și salvarea Long Term Capital 198  
 SIV *vezi* vehicule investiționale structurate  
 Skilling, Jeffrey K. 106-108  
 Sloan, Alfred 101  
 Slovenia 9  
 Smith, Adam 40, 172  
 socialiști  
     și liberalizarea 188  
     și piețele de obligațiuni 61  
     și statul asistențial 126, 133  
 Societatea Regală 117  
 societăți cu răspundere limitată 78, 83, 108, 116  
 societăți de construcții 152  
     *vezi și* societăți mutuale  
 societăți de înmormântare 115  
 societăți egalitare 130  
 societăți fără bani 19-20, 45-46  
 societăți intermediare 11, 14, 167  
 societăți mutuale 152, 156-157  
     *vezi și* Savings & Loan ; societăți de construcții  
 societăți premoderne 115  
 solvabilitate 38, 170-171  
 Song Hongbing 59  
 Soros, George 9, 191-194, 196-198  
     despre „fundamentalismul de piață” 204  
     venit 9, 200  
 Sourrouille, Juan 73  
 Spania 30, 82, 178  
     creșterea prețului proprietăților 143-144  
     declinul imperiului 24, 39, 52, 82, 86  
     finanțare regală 39, 52-53  
     și aurul și argintul 9, 20-24, 39  
 speciație 39, 213  
 speculanți 79, 85, 140  
     *vezi și* contracte futures  
 Spencer, Herbert 212  
 speranță de viață 117-120, 124, 130, 136-137  
 Sri Lanka 86  
 stabilizări *vezi* monedă ; dolar

- stagflație 131  
 Standard and Poor's (S&P) 165  
     Standard and Poor's 500 80 n. \*, 161-162, 173, 200-201  
*Standardul socialist* 19  
 Stanford 194  
 stat asistențial 124-131  
     desființare 131  
     reacție împotriva 133-134  
     și economia 130-131  
     și războiul *vezi* război  
 state balcanice 181, 184  
 state comuniste  
     planificare centralizată 20, 201  
     și banii 19  
     și forța de muncă 19-20  
     și piața de capital 187  
 State Farm, firmă de asigurare 113  
 State Savings and Loan 157  
 Statele Unite ale Americii  
     ajutor și investiții externe 185-186  
     asigurare 124  
     ca superputere a subprimelor 172  
     datorie și faliment 43-44  
     deficit bugetar 76  
     depresiune *vezi* depresiuni  
     diviziuni sociale *vezi* diviziuni rasiale  
     economii 202-203  
     folosirea de asasini economici 187-188  
     Franța și *vezi* Louisiana  
     imigrație și populație 174-175  
     „imperiu american” 187-188  
     importuri 202  
     industria de apărare 192  
     industrializare 174  
     inflație 72, 131, 202-203  
     investiții britanice 178-179  
     îmbătrânirea populației 136-137  
     îndatorare externă 202-204  
     obligațiuni guvernamentale 196  
     perspectiva recesiunii 13, 203-204  
     piață bursieră 12, 81, 103-105, 161-162, 173  
     politică monetară 204-205  
     proprietate asupra locuințelor *vezi* proprietate/  
         proprietăți imobiliare  
     real estate *vezi* proprietate/proprietăți imobiliare  
     servicii medicale și asigurări 44, 131, 136-137  
     sistem bancar 42  
     sistem de asistență socială 15, 131, 136-137  
     și al Doilea Război Mondial 128  
     și FMI și Banca Mondială 187-190  
     și Primul Război Mondial 68, 126-127  
     venituri 9, 44, 173-174, 202-203  
     statistică 117-118  
 Stevenson, George 43  
 Stewart, Jimmy 153, 161  
 Stiglitz, Joseph 188-190  
 Stockholm 37  
 stocuri *vezi* acțiuni  
 Stowe, Casa 145-147  
 Strong, Benjamin 101  
 Styal 64  
 subscriptori 116  
 Succesiunea la Tronul Spaniei, Războiul pentru 98  
 Suedia 37, 81, 130  
 Sunbelt 157  
 swapuri 11, 140, 196  
 swapuri pe riscul de credit (CDS) 11, 16, 140  
 Swift, Jonathan 99  
 Sword Blade Company 99
- §
- șomaj 165  
     în Marea Depresiune 100-101, 149  
     Keynes despre 70  
     și creditarea 33  
     și hiperinflația 70  
 știință 208  
     *vezi* și inovație tehnologică
- T
- Taiwan 72, 205  
 „talisman evreiesc” 59  
 Tamasek 204 n. \*  
 Tanzania 169  
 tarife  
     creștere 176  
     protectioniste 184  
 tauri (bursă) 88, 95, 108  
 taxe  
     acciză 51  
     britanice 131, 155  
     colectare 53, 90, 93  
     economii descurajate de 131  
     florentine 36, 50-51  
     în țări debitoare 187  
     pământ 142  
     piețe de obligațiuni și 49, 66-67  
     și plăți ale dobânzii ipotecare 155  
     și reforma legii proprietății 169  
 Taylor, Gene 113

Teamsters Union 157  
 Tennessee 43-44  
 teorie monetară 67-68  
 terorism/atacuri teroriste 110, 138, 169  
     consecințe financiare 182  
     New York și Londra 12, 138  
     nuclear sau biologic 138  
     operațiuni de acoperire împotriva 141  
 Texas 106  
     *vezi și* Dallas  
 Thailanda 190  
 Thain, John 9  
 Thatcher, Margaret 133, 156, 164, 188  
 Tibet 205  
 titlu nobiliar 144  
     *vezi și* aristocrație  
 titluri coloniale 179  
 titluri de mare valoare 184  
     *vezi și* obligațiuni perpetue  
 titluri financiare  
     noi tipuri 52, 213  
     *vezi și* active; securitizare; titluri garantate  
     cu active  
 titluri garantate cu active 12, 160, 213-214  
     și creditele ipotecare subprime 14, 203-204  
 titluri garantate cu ipotecă imobiliară (RMBS)  
     165  
 titluri garantate cu ipotecă imobiliară cu obligațiuni  
     garantate cu creanțe (RMBS CDO) 167  
 Toler, James 158-159  
*tontines* 53  
 Torcy, marchiz de 88  
 Torrijos, Omar 188-189  
 tranzacții de către inițiați 79, 101  
 tranzacții interbancare *vezi* bănci  
 tranzacționare excesivă 79  
 „trilemă” 186  
 troc 23  
 Trollope, Anthony 145  
 Ts’ui Pen 73  
 Tugwell, Guy 142  
 tulipomanie 87  
 Tunisia 9  
 Turcia/turci 23, 30, 51, 68, 178  
     *vezi și* Imperiul Otoman  
 turiști, controlul valutei 185  
 „turmă electronică” *vezi* investitori  
 tutun 90, 93, 113  
 Tversky, Amos 209

## T

țări dezvoltate 11, 16-17  
 țări în curs de dezvoltare 17, 173

*vezi și* Lumea a Treia; piețe emergente  
 țări vorbitoare de limbă engleză 72, 173, 205  
*vezi și* proprietate  
 Țările de Jos  
     creșterea rapidă a prețului proprietăților 144  
     fond de pensii 138  
     Olanda (provincie) 52  
     succes comercial și financiar 10, 37, 52-53,  
     87  
*vezi și* Provinciile Unite

## U

UBS (bancă) 195, 204  
 Ungaria 71, 178, 184  
 Uniunea Sovietică *vezi* Rusia/URSS  
 universități 122  
 uragane 110-114, 124, 138  
 Uriburu, José F. 72  
 URSS *vezi* Rusia/URSS  
 urși (bursă) 79, 85  
 Uruk 27  
 US Steel 211  
 utilitate și probabilitate 118  
 utopism 19, 142  
 uzură 29-30, 34-35, 40, 50-51

## V

„valoare la risc” (VaR), modele 199, 214-215 n. \*  
 valori mobiliare de clasă investițională 60  
 vapoare/transport naval 82-83, 86  
     *vezi și* asigurare maritimă  
 Vatican 33  
 văduve și orfani 120-121  
 vânzători-culegători 19-20  
 vânzători pe descoperit 87  
 vârstă *vezi* pensii  
 vârstă de pensionare 136  
     *vezi și* pensii  
 Veblen, Thorstein 211  
 vehicule investiționale structurate (SIV) 11, 14,  
     167, 214  
 Velasco, Carmen 171  
 Veneția 28-31, 43, 51-52, 82, 88  
     ghetou 29-30  
     Medici în 33, 36  
     San Moise 82  
     și banii-credite 28-31  
     și influențele orientale 28  
     și obligațiunile 51-52, 62  
 Venezuela 24, 66, 81  
 venituri (personale)  
     asigurarea securității 170  
     date internaționale 9, 174, 178-179, 202-203

Vernon S&L 157  
 Versailles, Tratatul de la 68  
 Vicksburg 62-64  
 Victoria, regină 146-147  
 Viena 29, 57, 60, 68, 182  
 violență, în absența banilor 20-21  
 VOC (Compania Olandeză/Unită a Indiilor de  
 Est) 83-87, 96, 108-109  
 acțiuni la 84-87  
 structură 83, 85-86  
 volatilitate  
 presupusa moarte a 12  
 venituri proiectate 216  
*vezi și investitori ; piețe bursiere*  
 Volcker, Paul 104, 157  
 Voltaire 92, 95  
*Vrăjitorul din Oz* 149  
 vreme  
 extremă 12 ; *vezi și* dezastre  
 instrumente financiare derivate 140-141  
 și piețele bursiere 100

## W

Wall Street, crah 100-102  
 Wallace, Robert 118-120, 123  
 Washington, Consensul de la 187-188, 190  
 Washington, D.C. 186  
 Washington Mutual 164  
 Waterloo, bătălia de la 11, 54-56, 58-59, 63  
 Watkins, Sherron 107-108  
 Webster, Alexander 118-120, 123  
 Wellington, ducele de 55-58, 63

Western Union 192  
 Westminster, ducele de 144  
 Wilhelm de Orania 53  
 Williamson, John 187 n. \*  
 Wilson, Harold 144  
 Winfrey, Oprah 164  
*Wisselbank vezi* Banca de Schimburi din Amsterdam  
 World Trade Center, atacul 12, 105, 110, 138  
 Wu Yajun 201-202

## Y

yanomamo, populație 20  
 Yap, insulă 26  
 Yatsuhiro, Nakagawa 130  
 yen 47  
 Yin Mingsha 201-202  
 Yom Kippur, războiul de 192  
 yuan 202, 205  
 Yudkowsky, Eliezer 210  
 Yunus, Muhammad 171-172

## Z

zahăr 174  
 „Zile Negre” 103, 105  
 Zimbabwe 71  
 Zoellick, Robert 186, 188  
 zona euro 45  
 zone de dezvoltare industrială 201-202  
 zone economice negre (sau gri) 169



Banii... Pentru creștini, dragostea de arginți e rădăcina tuturor relelor. Pentru generali banii reprezintă mușchii războiului, pentru revoluționari – cătușele muncitorului. Niall Ferguson susține că finanțele stau de fapt la baza progresului omenirii. Cu claritatea și verva cunoscute, el prezintă instituții financiare și elucidează concepte importante, demonstrând că, pentru dezvoltarea civilizației, evoluția creditului și a datoriei a fost la fel de importantă ca orice inovație tehnologică. Băncile au oferit baza materială pentru splendorile Renașterii italiene, în timp ce piața de obligațiuni a constituit factorul decisiv în conflictele din timpul Războiului de Șapte Ani și până la Războiul Civil american. Principala lecție a istoriei financiare este însă că orice bulă inflaționistă ajunge să se spargă: mai devreme sau mai târziu, cei care vând pe o piață în scădere îi depășesc ca număr pe cumpărătorii agresivi, iar lăcomia se transformă în frică. Și de aceea, indiferent dacă îi cauți cu înverșunare sau te scalzi în ei, acesta e cel mai bun moment pentru a înțelege ascensiunea banilor.

„Ferguson anticipează multe dintre aspectele actualei crize financiare, care a falimentat bănci, a precipitat imense planuri de salvare guvernamentale și a distrus piețe globale.”

*The New York Times*

**Visuri de lăcomie • Robia obligațiunilor • Cum se sparg bulele • Revenirea riscului • De nădejde precum o casă • De la Imperiu la Chimerica**

EDITURA POLIROM

ISBN 978-973-46-6172-5



www.polirom.ro